

ماذا أعرف

المنشورات العربية

Gérard Békerman

الدّولاراتُ الأوروبيّة

Les Euro - dollars

اهداءات ١٩٩٨
مؤسسة الاهرام للنشر والتوزيع
القاهرة

ماذا أعرف

٤٥

جيرار مكرمان

الدولارات الأوربية

ترجمة

ناجي نعمان

المنشورات العربية

«Que Sais-je» ?
Presses Universitaires de France

تمهيد

يسعى هذا المؤلَّف إلى تحليل الحركات الأساسية لسوق النقود الأوربية وتوضيح تأثيراتها في سياسات ضبط النشاط الاقتصادي.

وسوق النقود الأوربية من الحجم الظاهراتي. ففي عام ١٩٧٧ سجَّل حجمها الصافي حوالى ٣٥٠ مليار دولار، وهو مجموع أضخم بكثير من مجموع نقد فرنسا. وقد بلغ حجمها الإجمالي زهاء ٦٠٠ مليار دولار. وهو مبلغ يمثل أكثر من ضعف مبلغ الاحتياطيّات الرسمية لجميع المصارف المركزية في العالم (ذهب، نقود، حقوق (سندات) سحب خاصة، وضع صندوق النقد الدولي).

وتُظهر سوق النقود الأوربية – محرِّكةً جميع الدول وغير معرَّضة لمراقبة أيٍّ منها، موجودةً في كل مكان وغير موجودة، غيرَ خاضعة لأي حدٍّ في المعدَّلات الدائنة، وغيرَ مذعنة لأي تنظيم في القروض، أو لأي نسبة في السيولة، أو لأي إحتياطيٍّ جبريٍّ – صورةَ **سحابة مجهولة** تحجب وضوح أيِّ مراقبة دُوليَّة جبريَّة وتحمي السوق من السلطات القضائية الوطنية.

فهل هناك إذن «سرٌّ خفيّ» للسوق الاوربية كما يفترض فريتز مَشلَب؟ أم علينا إسناد «سحر» الماليات الدُّولية هذا لـ «ريشة المحاسب» كما يقترح ميلتون فريدْمان؟ وما هي إذن طبيعة هذه السوق التي هي مصدر ربح

للمصارف، والتي غالبًا ما تكون مصدر همٍّ للسلطات النقدية... وهل هي يا ترى في الوقت نفسه الدكتور جِكيلٌ والسيد هايدْ (١)؟

(١) يحرص المؤلّف على التعبير عن عميق امتنانه للسيد أندرِه ده لاتر. رئيس الـ «كريدي ناسيونال» ومساعد حاكم مصرف فرنسا السابق الذي تابع إعداد هذا العمل مُغنيًا إياه بتعاليمه وخبرته في المشاكل المالية العالمية. كما يشكر المؤلّف السيد ريمون آرون الذي يفخر بان يعمل معه. والسيد بتّشيولي من قسم الاسواق المالية في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على الملاحظات السديدة التي قدّمها للمخطوطة. والآنسة ل. عياش من مكتبة هذه المنظمة، واللجنة الفرنسية – الاميركية للمبادلة الثقافية التي أسهمت بمساعدتها المالية في متابعة المؤلّف أبحاثه في الولايات المتحدة. ويبقى المؤلّف المسؤول الوحيد عن الاقتراحات المقدّمة في صلب المؤلّف الحاضر.

الفصل الأول

تاريخ وعوامل توسّع
سوق النقود الأوربيَّة

يعدّ ظهور سوق النقود الاوربية أبرز ظاهرة في الماليات الدُّولية منذ السنين الخمس عشرة الاخيرة. وتشرح تطوُّرَها عواملُ أساسية ثلاثة :

- العودة الى تحويل كانون الاول ١٩٥٨ النقدي ،
- أزمة الليرة الاسترلينيَّة ،
- تعزيز الحكم المقيَّد لسياسة الولايات المتحدة النقدية.

١ . ــ الـ «مسيرة»
نحو التحويل النقدي

يعود ظهور سوق النقود الأوربية الى العام ١٩٥٨ ، وهو عام تاريخي بالنسبة للعلاقات النقدية الدُّولية. فبشيء من الفضول زامنت العودة الى التحويل الخارجي بدايةَ تدهور مُعيَّن في التحويل الذهبي لموجودات الصرف (المبادلة). وستنفصل العملات عن الذهب تدريجًا لتُعرَّف بعضها بالنسبة لبعض. وسيمرُّ نظام النقد الدُّولي من **القاعدة العامة** إلى **نظام نسبيةٍ عامةٍ للنقود**.

وتكمّل العودة الى التحويل عملَ الإزالة التدريجيّة للاحتمالات الذي بدأته . منذ الخمسينات . منظمة التعاون الاقتصادي الاوربية . وهذه العودة تنهي نظام الموازنة المتعدّدة الجوانب لأرصدة المعاملات بين البلدان الاعضاء في الاتحاد الأوربي للمدفوعات . المنحلّ في السنة نفسها . والذي تلاه الاتفاق النقدي الاوربي .

وقد بدأت فترة «هدنة جمركية» تضع حدًّا مؤقتًا للتصرُّفات المميِّزة بالنسبة لمنطقة الدولار . فكل شيء يدلُّ على استبعاد كلِّي لقيود الكمّ – رغم الاحتفاظ باللجوء الى شروط التخلُّص من الالتزامات وضمانات المعاملة بالمثل في الحسومات التَعْرِفيَّة – وعلى إزالة قطعيَّة لقيود المدفوعات والترحيلات المختصّة بالمعاملات الدُّولية الجارية – مهما كانت الامكانيَّات المتعلِّقة بالترتيبات الوقتيَّة للمادة ١٤ . القسم ٢ . من صندوق النقد الدُّولي (فقد التوازن «الاساسي») . أو للمادة ٧ . القسم ٣ . التي تمكِّن البلد العضو من فرض نفسه لإلزام قيود دفع في حال الاعلان القطعي عن «نقد نادر» . وقد مُنح اللورد كينز إمتيازًا فريدًا إذ كان على بند «النقد النادر» الاجابة على النقص في نقود الاحتياطي التي كانت تهيمن حينئذ على العلاقات النقدية . كما احتُفظ . في سلسلة الأفكار نفسها ، بتحديدات احتمالية وسُمح بنظام القطع المتعدِّد للبلاد الأقل تطورًا . ولكن . لئن قُبل بفتح الحدود إلا أن إغلاقها لم يُمنع . وفي جميع الاحوال لم يكن وضع تحرير تحركات رؤوس الاموال ليستطيع تجاوز حدود معينة يستتبع تحقيقُ دمجها بعض التخلِّي عن السيادة الوطنية . ولم تكن أنظمة الانقاذ محصورة دائمًا في وسائل حماية للطوارئ مقيَّدة بمصاعب دوريَّة . وتشترط المادة ٧ (ج) من قانون تحركات رؤوس

الأموال الصادر عن منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ـ في حال انخفاض الموجودات النقدية الرسمية ـ تمكينَ البلد العضو من فرض نفسه بالبند الاستثنائي الذي ينصُّ على تعليق مؤقت لوسائل التحرير. كما قُبل بعض تنظيمات الحماية (المادة ٧٣ من **معاهدة** إنشاء جماعة الاقتصاد الاوربية) إن هي لم تنتهك مبدأ حرية تحركات رؤوس الاموال. أوَلَم يكن كافيًا ـ لبلاد ما زال «الإغواء» الحمائي ناشطًا فيها ـ التذرّع ببعض «فقد أساس في التوازن» أو بـ «متطلبات المنافسة» ـ للحصول على «ترتيبات مناسبة»؟

إن العودة الى التحويل كانت تعني ـ في اختصار ـ إزالةً تدريجيَّةً لا محوًا نهائيًا للقيود المفروضة على المعاملات الجارية وعمليات رأس المال. فيسود شعور بأن البنود المقيِّدة والمشروطة أو الاجراءات القنصليَّة تشهد على الطبيعة الوقتية للعقبات في الترحيلات الدُّولية. والمهم في الامر أن العودة الى التحويل عنت ـ قبل كل شيء ـ عودةً إلى حرية التحركات الدُّولية لرؤوس الأموال. ويفتح التحويل الطرق ويؤمن وسائل سياسة تكاملٍ لأمم متعدِّدة. كما تغذِّي «الأمة المكبَّرة» الأملَ في «مرحلة رفيعة من التكامل». أما **الطريق نحو نظام فلاحة الرقيق للأرض** فلسَوف تفتح الطريق إلى الحرية. كما أن تحرّرية النمو ستبرهن أنها تستطيع أن تنوب عن حماية التوسُّع.

ولقد بشَّر إرجاعُ التحويل إتصالاً أكبر بين الأسواق المالية وخلقُ شروط التأسيس دَفْقَ رؤوس الأموال لاجلٍ قصير.

وإن امتداد وسائل التحرّر في الماليات الدُّولية أدَّى الى استعمال أكثر فعّالية للموجودات بالنقود الأجنبية. وهكذا سيتاح للمصارف أن تنمو

بخبرة أوسع في ما يختصّ بامتلاك النقود الأجنبيّة وبالعمليات الجارية عليها.

وقد رافق درجةَ التحرّر العالمية في حركات رؤوس الأموال **هبوط في العقبات الطبيعية** يظهر في:

- تحسين الاعلام وشبكات الاتصال.
- تخفيف نفقات الترحيل.
- الميل الى التجانس بالنسبة لرَوْز الأخطار وتقدير الأرباح.

وتنتج عن هبوط العقبات الطبيعيَّة المرتبط بتليين تنظيات الصرف (المبادلة) مرونة أوسع لتحركات رؤوس الأموال نسبة لتفاضلات الفائدة ولمعجَّلات الصرف.

وقد خلق التحويل - بوصفه للحركات التي تمكِّن من الاستلاف تحت ضمانة تحويل النقود خارج بلدان إصدارها - النطاقَ المناسب لتشغيل سوق النقود الاوربية. كما دعم ميلَ أصحاب رؤوس الأموال إلى توظيفها بشكل إيداعات ذات عائدة خارج بلدانهم وزاد من حركيَّة رؤوس الأموال الدُّولية. وستمتدّ عمليات الصرف في المصارف إمتدادًا مهمًّا. إذ سيُفسح استقبال الودائع والحصول على قروض بنقود غير النقود الوطنية مجالاً لسوقِ نقودٍ أجنبيةٍ ناشطةٍ. أما الابتكار العظيم الذي أدخلته سوق النقود الأوربية الى الساحة المالية الدُّولية فقد ارتكز على السماح للمصارف بالعمل بالنقود الأجنبية على أعلى مستوى.

وقد زاد التحرّرُ المتزايد والعودةُ الى التحويل فعّاليةَ أسواق الصرف التي هي شرط ضروري لتطوّر سوق النقود الأوربية.

٢ . – «مشاكل» الليرة الإسترلينيَّة

إن المصاعب التي لاقتها الليرة الاسترلينيّة عام ١٩٥٧ أثَّرت مباشرة في ظهور سوق الدولارات الأوربية. وقد حدَّ فرض القيود على التسليم بالسندات - بالنقد الأجنبي - من استعمال النقد البريطاني في تمويل التجارة الدُّولية. كما بدأت مصارف مدينة لندن – بغية متابعة تمويل القروض التجارية – باستعمال موازين الدولار. فسمحت السلطات البريطانية للمصارف باستقبال إيداعات بالنقد الأميركي. وإن تحديد استعمال الإسترليني لتمويل التجارة التي لا تنتمي الى منطقته كان الردّ على السلفات المُضاربة التي أدَّت الى أزمة النقد في شهر أيلول ١٩٥٧. وضوعف الحدّ من استعمال الإسترليني. وقد كان هذا النقد قليل الوفرة بسبب قيود الحكم، كما كان، بالأخص، نقدًا باهظ النفقة لارتفاع سعر المال في سوق لندن. أما رفع معدّل الحسم إلى ٧ في المئة فكان استثنائيًا في ذلك العهد، ليس فقط بالنسبة إلى المملكة المتحدة بل ايضًا إلى أكثر الأسواق الوطنية. لقد أعاقت وفرةَ الإسترليني وسيلتان: ١) منع سحب الكمبيالات على أساس قروض مبيَّنة بالإسترليني وتتعلَّق بمعاملات تجارية، و ٢) إلغاء تسهيلات الاستحسام لغير المقيمين. وأدّت نتيجة «عدم الوفرة» هذه إلى زيادة الايداعات بالدولارات لتتمكَّن المصارف البريطانية من متابعة تمويل القروض لزبائنها. أمَّا نتيجة «السعر» فكانت تجعل من الدولار نقدًا منشودًا ورخيصًا نسبيًا.

وتبدأ أزمةُ الاسترليني – وعدمُ تكامل منطقة الإسترليني شريكتُه – عصرَ الدولار الأميركي. ومع أن الإسترليني كان يخسر دوره

التاريخي كنقدٍ مَرجعٍ . فإن مدينة لندن – بنوع من **الشعور بالتوق إلى الماضي** – إلتزمت أن تبقى المركز المالي الدُّولي المهيمن .

ومنذ ذلك الحين قامت قدرة لندن لا على مصادر التمويل بالنقد الوطني بل على الاستعمال المتزايد للنقود الأجنبية في النشاطات المصرفية . وكانت عادة إصدار ميازين الدولار قد بدأت تنتشر . وجاءت أحداث الكونغو وأزمة كوبا لتفسح المجال أمام ترحيلات **نقد لاجىء** . بينما أدَّت المعجَّلات المتعلِّقة بانخفاض الإسترليني وارتفاع المارك الألماني إلى تحرّكات **رؤوس أموال هائجة** بين المراكز المالية الكبرى .

ولكنَّ وجود دولارات في لندن يُعزى إلى سببين آخرين : فقد أُمكن في بعض أسواق الصرف ضمن منطقة الاسترليني شراءُ دولارات مقابل ليرات استرلينية . فترحيلُها إلى لندن بشكل إيداعات ذات عائدة لأجَل . بالاضافة إلى ذلك نشَّطت الحاجةُ الى تمويل أسواق البضائع لأجَل تجارة الدولار في لندن .

ويرجع . أخيرًا . ظهور سوق الدولارات الأوربية . على الاجمال . إلى قرار السلطات السوفيتية قبل نهاية الخمسينات بقليل – تفاديًا من رؤية موجوداتها من الدولارات خاضعة لوسائل حجر من قبل السلطات النقدية الأميركية – ترحيلَ دولاراتها من الولايات المتحدة شطر مصرفَين شرقيَّين متواجدَين في أوربّا : موسكو نارودني بنك في لندن والمصرف التجاري لاوربّا الشمالية في باريس . وأصل لفظة أورُ يرجع الى العنوان البرقي لهذا المصرف الأخير : أورُبنك . ولقد استطاع المصرفان قيد ميازين الدولار في دفاترهما واستعمالها لتمويل معاملات جارية .

٣ . – السياسة النقدية المقيِّدة
في الولايات المتحدة

يُعدّ هذا العامل ثالث العوامل المحدِّدة لتفتُّق سوق النقود الأوربية . وهو يتمفْصَل حول ثلاث نقاط أساسية : ١) تنظيم المعدلات الدائنة . ٢) رسم تسوية الفائدة . ٣) برنامج القيود الاختبارية على القروض للخارج .

إن الرسم يخصّ فقط الدورة الطويلة للسوق الاوربية – أي سوق حاملي السندات الاوربية – لذلك لن يتم تحليله هنا (١)

أ . التنظيم « Q »

هدفه . – إن التنظيم Q يرجع الى **قانون المصارف** لعام ١٩٣٣ . وكان هدفه تجنُّبَ الافلاسات المصرفية التي كانت تُهدّد النظام المالي الاميركي ومنعَ كل مضاربة هدّامة في سعر فائدة المال . ويقيم التنظيم حدّاً لمعدلات الفائدة المعمول بها في المصارف على الايداعات لأجَل وإيداعات التوفير فيما يمنع مكافأة الايداعات الجارية . ولا تتعلّق الحدود إلا بالسوق الأوّليّة حيث تُصدَر شهادات الايداع . فهي لا تتعلّق بالسوق الثانويّة حيث يُمكن تحويل الشهادات . ويؤلّف التنظيم Q – بموازاة سياسة السوق المفتوحة وحكم الاحتياطيّات الجبرية – أداةً للسياسة النقدية

(١) مراجعة ج . بكرمان . سوق حاملي السندات الاوربية . **شؤون مصرفية** . أيار وحزيران ١٩٧٧ . و ر . كوبر . فائدة رسم التسوية . جامعة يال . **مركز النمو الاقتصادي** . وثيقة رقم ٧٨ .

الاميركيّة. والتجربة القاطعة لتطوّر سوق الدولارات الأوربية هي تجربة سنتَي ١٩٦٦ و ١٩٦٩. فخلال هاتين السنتين كانت المعدلات الدائنة الكبرى لايداعات المبالغ العالية أضعف من معدلات المملوكات المُضارِبة للسوق النقدية. أمّا الأهداف المكمِّلة للتنظيم Q فهي التالية:

– تأمين مضاربة «شرعية» بين المصارف التجارية والوسطاء الماليِّين غير المصرفيّين؛

– الضغط على العرض القرضي؛

– التأثير على قدرة تسليف المصارف؛

– منع الانتقال المفاجيء لرؤوس الأموال المضَلَّلة بفوارق المعدلات بين مختلف فئات المملوكات الماليّة؛

– تسوية المعدلات المأنوسة للفائدة في ما يتعلّق بالمعدلات الأجنبية تجنّبا لحركات أموال واسعة.

نتائجه. – علينا، لفهم آثار التنظيم Q على السوق الأوربية، أن نقدِّر مسبقًا نتائجه في سوق نيويورك.

لا تستطيع **شركات التوفير والقروض و مصارف التوفير المتبادَل**، في فترة ارتفاع المعدلات، عرضَ معدلات مُضاربيَّة لأن قروضها تتحقَق بمعدلات منخفضة نسبيًا. وهكذا، لا يسمح معدل مملوك بعرض معدل مطلوب منافِس له. ولا تستطيع هذه الشركات والمصارف دفع معدلات مرتفعة للفائدة لأن محفظة مستنداتها التجارية مؤلَّفة من ديون مضمونة برهونات عقارية مُكتَسَبَة بمعدلات منخفضة. هناك إذن، في فترة ارتفاع المعدلات بالنسبة لشركات التوفير والقروض، خطرُ خفضِ مردود رأس

المال . فيستطيع المودعون حينها ترحيل مالهم المخصص لتبادلات التوفير إلى إيداعات ذات مردود أوفر في المصارف التجارية . أو توظيفه في سندات خزينة في حدود إبدالها بين مختلف أنواع التثمير التعاقبيَّة .

لقد ظهر التنظيم . من وجهة النظر المصرفية . في تصفية شهادات الايداع التي أصبحت أقلّ إغراءً لأن معدلاتها قد حُدِّت . وهكذا ارتفع مستوى خسائر شهادات الايداع الى نحو ٣ مليارات دولار عام ١٩٦٦ وإلى أكثر من ١٥ مليارًا عام ١٩٦٩ . والمعروف أن تصفية شهادات الايداع تعني خسارة في موارد المصارف . وإن سقوط هذه الشهادات . مقرونًا بطلب الشركات الاميركية الملحّ للقروض . يطرح مشكلة سيولة بالنسبة للمصارف التجارية . وقد ظهرت هذه التجربة النقدية . بمراعاة تهاون النظام المالي الاميركي . إستثنائيةً لأكثر من سبب . فقد تحوّلت المصارف الاميركية . وقد حُرمت مواردَها العادية . إلى سوق السندات وسوق رؤوس الأموال الدّولية . فيما عمل الوسطاء غير الماليين في التفتيش عن موارد تمويل جديدة . وقد استعانت المصارف . للتعويض عن النقص في شهادات الايداع . بالوسائل التعاقبية لجمع الموارد وبتسويات باهظة النفقة لمحفظة المستندات التجارية . كان الوضع إذن – كما في عام ١٩٦٦ – حرجًا . وبوجه خاص في السوق النقدية . وقد زادت المصارف الفرعية استدانتها من مصارف الاحتياطي الفدرالي ممّا جعل بعض الموارد تنفد ببيع مملوكات محوَّلة أو تسهيل تداول سندات دولة او تصفية **سندات اشتراك في السلفات** ودعوات الأموال الفدرالية . وكانت النتيجة المباشرة للتنظيم Q ظهور اللاتوسطيَّة الداخلية . وأصدرت الشركات المالية والشركات الكبرى . للتزوّد بالمال الحديث . عملةً تجاريةً وقد زاد

حجم هذه العملة ٤٧ ٪ في عام ١٩٦٦ و ٥٤ ٪ في عام ١٩٦٩ فبلغ قيمة عليا تساوي ٣١ مليار دولار.

وقد خفّضت المصارف، بين كانون الأول من عام ١٩٦٨ وآذار ١٩٦٩، قيمة محفظة سنداتها الحكومية إلى ٥، ٤ مليار دولار. ولم تستطع تصفيةُ الاحتياطيّات الثانوية، (وهي السندات الحكومية لأجَل قصير، والكمبيالات المصرفية، والعملة التجارية، وشهادات الايداع ومملوكات أُخرى لأجَل قصير وسريعة التحويل الى **نقد عادي**)، إلّا تمثيل سيولات محدودة الحجم ووقتيّة في ما يختصّ بتشميرها. أخيرًا، إن الارتفاع المذهل لمعدل العملة التجارية جعل منها، خصوصًا، مورد تمويل باهظ النفقة في عام ١٩٦٩. ولم يبقَ سوى السلفات للاحتياطي الفدرالي، ودائرة الأموال الفدرالية. وقد خُفِّضت موارد المال هذه بدورها لأسباب عدة. فمن تقاليد المصارف الاميركية ألّا تبدو مستعجلة في الاستدانة بمعدل الحسم الرسمي. ولم يُعتبر الحسم الرسمي كالأداة ذات الأفضلية للسياسة النقدية الاميركية إلّا خلال العشرينات. وهكذا، لم تكن الاحتياطيّات المقدَّمة عن طريق الحسم لتهبط، في ذلك العهد، إلى ما دون الحد الأدنى (٣٧ ٪) لمجموع إحتياطيّات جميع المصارف الأعضاء في الاحتياطي. وإن سياسة السوق المفتوحة حلّت تدريجًا، ومنذ فترة ما بعد الحرب، محل الحسم، لتصبح، مع التنظيم Q ، الأداة الأساسية للسياسة النقدية. والاحتياطي الفدرالي يقبل، اليوم، بالسلفات المحسومة لا من قبيل الحق بل بمثابة استثناء وامتياز. فمن المُفترض أن تكون المصارف قادرة على إدارة أعمالها دونما حاجة إلى مصدر التمويل هذا. أمّا إذا أُجبرت على طلبه فان السلفات التي ستحصل

عليها ستكون لأجَل قصير مع التزام تأديتها في أسرع وقت. كما أن سلفات متكرِّرة قد تؤدِّي إلى تدبير تأديبيّ من قبل الاحتياطي الفدرالي موجّه إلى **هيئة مدراء** المصرف المستلِف. لذلك. لن تزيد طلبات المصارف الأعضاء في الاحتياطي للمساعدات الرسمية عن ١،٤ مليار دولار في عام ١٩٦٩. أمّا بالنسبة للأموال الفدرالية فالسوق مشاركة لحدودٍ ثلاثة: ١) إن المصرف الخاص يستطيع زيادة سلفاته من الأموال الفدرالية. لكن جميع المصارف لا تستطيع شراء الأموال الفدرالية في الوقت نفسه؛ وذلك لوجود تجمّع محدود من الأموال الفدرالية القابلة للشراء في وقت واحد؛ وبما أن الاحتياطيّات ليست ذات عائدة فالميازين الفائضة تقيَّد بحدٍّ أدنى؛ ٢) والأموال الفدرالية ليست حرّة للاستعمال إلّا لفترات قصيرة كالسندات المبيعة بيعًا فوريًا (**مبيعات عدم الامتياز**) أو بسعر النفقة (**القبول بالشراء ثانية**)؛ ٣) وإن معدل فائدة الأموال الفدرالية خاضع لتقلّبات هي أهم من تلك التي تُخضعُ المعدلات الأخرى. فنفقة الشراء كانت عالية جدًا. وهكذا زاد معدلُ الأموال الفدرالية الحسمَ، في عام ١٩٦٦، ١٨٠ علامة أساسية، كما زاده ٣٥٠ علامة في عام ١٩٦٩.

آثاره في السوق الأوربية. — لقد بدا من الضروري. لحسن سير السوق النقدية وسوق القرض. وعند نفاذ إمكانيات التمويل الداخلية. وجودُ مورد تمويل آخر. كانت سوق الدولارات الاوربية مورد التمويل هذا. وإن تضييق السيولة وصعوبات التمويل من جديد حدت بالمصارف الاميركية الى التحوُّل شطر سوق الدولارات الأوربية. وكان التخطيط العادي يقضي، لإشباع زيادة الطلب على القرض. برفع معدل الايداعات. إلا أن المصارف لم تستطع عرض معدلات مغرية بسبب الحدّ

الذي فرضه التنظيم Q . وكانت نتيجة ذلك سقوط شهادات الايداع ولاتوسطيّة مصرفية داخلية. وقد لعبت سوق الدولارات الأوربية . إلى حدّ ما . دور **مقرض آخر المطاف** بالنسبة للمصارف الاميركية المعسِرة. وقد أمّنت أموالاً كانت غير متوفرة أو متوفرة جزئيًا في سوق نيويورك. وبذلك ألّفت الدولارات الاوربية جزءًا مهمًّا من رؤوس أموال الابدال التي تزوّدت بها المصارف الاميركية لتعويض انعكاس تضييق السياسة النقدية على السيولة الداخلية. وبكلمة، غدت الدولارات الأوربية دولارات عادية تقدّم الفوائد التالية من حيث إنها :

- لا تخضع لإنشاء احتياطيّ جبري لدى الاحتياطي الفدرالي (١) ؛
- تأخذ الايداعات بها شكلَ كمبيالات صندوق تُحسم من حجم الايداعات المؤهّلة للاحتياطي ؛
- تمثل نفقة تمويل مفيدة نسبة للمملوكات المماثلة وبعد الأخذ بعين الاعتبار النفقة الاضافية المتعلّقة بانشاء الاحتياطي ؛ وهكذا . ظلّ معدل الدولارات الأوربية اليومي . رغم تعرُّضه لضغوط قوية . أخفّ من معدل الأموال الفدرالية بحوالى ١٥٠ علامة أساسية كحد وسط ؛
- معفاة من نفقات الضمان المدفوعة إلى شركة التأمين على الودائع الاتحادية ؛

(١) إن مراجعة نظام D المتعلّق بنشاطات المصارف الاميركية العاملة في الخارج ستضطّر المصارف القائمة في الولايات المتحدة إلى إخضاع التزاماتها الخارجية لإنشاء احتياطي جبري. وقد كان المعامل ١٠ ٪ في تشرين الاول من عام ١٩٦٩ . و ٢٠ ٪ في كانون الثاني ١٩٧١ . ثم خُفّض في ٢٢ أيار ١٩٧٥ من ٨ إلى ٤ ٪.

– غير خاضعة لحدود الفائدة التي فرضها التنظيم Q .

لقد كان أول آثار التنظيم Q في سوق الدولارات الاوربية زيادة حجم هذه السوق من ناحية الطلب (التوظيفات). فقد عنت زيادة الالتزامات الخارجية للمصارف الاميركية تجاه فروعها وشُعَبها في الخارج تضخمًا في طلب الدولارات الأوربية.

أمّا أثره الثاني فكان من ناحية عرض (موارد) السوق الأوربية. فقد وجدت المصارف الاوربية نفسها قادرة على تقديم معدلات فائدة لأصحاب الدولارات تكون أعلى من تلك المعمول بها في الولايات المتحدة. وكانت معدلات الدولارات الاوربية تحقِّق، لجميع الاستحقاقات المهمة، علاوةً بالنسبة الى المملوكات الاميركية المماثلة.

إن **المصارف** الاميركية استدانت بكثافة من فروعها وشُعَبها على أساس الدولار الاوربي ممَّا سبَّب ارتفاعًا في المعدلات جذب بدوره قسمًا ماديًّا من الموارد الزائدة **للمشاريع** الاميركية (زهاء ٥ مليارات دولار). ولقد ساعد التنظيم Q في تحويل تجارة الدولار من الولايات المتحدة إلى خارجها على أساس الدولار الاوربي. وقد اجتذبت المصارفُ الاوربية، في الوقت نفسه، مودعينَ، بعرضها عليهم مكافأةً أعلى من المعدل الدائن الاميركي، ومستلفينَ بعرضها عليهم معدلاً مدينًا أدنى من المعدل الاميركي.

ونختم فنقول إن التنظيم Q قد أثَّر في سوق الدولارات الاوربية من ناحيتين حاسمتين:

– فانه قد قوّى تطوّر السوق من ناحية الطلب، إذ إن تآكل شهادات الايداع في الولايات المتحدة عوِّضت عنه استدانةٌ ضخمة من السوق

الاوربية التي لعبت دور موردِ تمويلٍ معوِّض للسوق الاميركية.

– وقوّى تطوّر السوق من ناحية العرض، إذ إنه حدّ المعدلات على الودائع لأجَل وودائع التوفير، ممّا سبب خلق فرص تحكيم لصالح السوق الاوربية، وقد حثّت الشركات – الامهات على الانتفاع من معدلات مغرية بالتوظيف المباشر في السوق الاوربية أو غير المباشر بإدانة فروعها.

وهكذا، سهّل التنظيم وجودَ سوق دولار قادرة على المنافسة في أهمّ المراكز المالية الدُّولية.

ب. **برنامج قيود قروض الخارج**. – إن البرنامج الذي قيل بانه «طوعي» عام ١٩٦٥، تقوّى تدريجًا ليصبح «جبريًا» في عام ١٩٦٨. وفيما كان رسم تسوية الفائدة يطبّق على تثميرات محفظة الاوراق التجارية، كان البرنامج يهتمّ بالتثميرات المباشرة وبالقروض التي كان يحدّها على أساس المستوى الحاصل في تواريخ معيّنة. ولم تُطبّق القيود إلا على المراكز في الولايات المتحدة، فيما ظلّت عمليات الفروع والشُعبات في الخارج حرّة؛ وقد أدّى ذلك، كأثر مباشر، إلى إنشاء ضخم للمصارف الاميركية خارج الولايات المتحدة. وقد غدا من الممكن، بواسطة الفروع الاجنبيّة، التحايُل على القيود الداخلية؛ فاستطاعت التثميرات أن تتموّل جزئيًا من الخارج باصدارات أوربية جبرية وسلفات بالقروض الاوربية، كما استُطيعت متابعة بعض نشاطات التمويل في السوق الاوربية خارج حدود البرنامج. وهكذا قوّى البرنامج طلبَ الاموال بالدولارات خارج الولايات المتحدة محرِّكًا بذلك سوق الدولار الدُّولية. وقد نمّر عدد متزايد من المصارف والشركات التجارية التقنيّات الجديدة للتمويل الدُّولي؛ وهكذا. في عام ١٩٦٤، نمّر ١١ مصرفًا أميركيًا ١٨١ مركزًا في

الخارج. ويثمر، في عام ١٩٧٥، ١٢٦ مصرفًا أميركيًا ٧٥١ فرعًا وشُعبة في أكثر من ٨٠ بلدًا بما يقارب مجموع مملوكاته الـ ١٣٥ مليار دولار.

وتُسجِّل فعّالية خلق فروع وشُعبات المصارف الاميركية في الخارج – والمصارف الاجنبية في الولايات المتحدة – في إطار عقلاني لإدارة الودائع ولامتداد المملوكات إلى المستوى الدُّولي. إن التمركز في أوربا قد أعطى ورقة رابحة من الطراز الأرفع للمصارف الدُّولية من حيث إنها استطاعت تطوير علاقات مصرفية أكثر مباشرة وأكثر تنوّعًا، وحسَّنت نوعية خدماتها للزُّبن. وتحرّك سوق النقود الاوربية سيتمّ ضمن هذا الإطار.

الفصل الثاني

بِنْية سوق النقود الاوربية

١ . – تحديدات

من المفيد ـ لتوضيح مفهوم الدولارات الاوربية ـ أن نستعين بمثلٍ واقعي .

تحصل شركة تصدير إنكليزية (ش) على مليون دولار تسديدًا لثمن بضائع مبيعة إلى الولايات المتحدة ـ ويُنقل حاصل التسديد هذا إلى حسابها الجاري لدى مصرف في نيويورك (١) ـ يُسمَّى هذا الحساب

(١) يُمكن ـ بحسب ترتيب تنظيمات الصرف الخاصة بكل بلد ـ عدم السماح لمشروعٍ ما بالمحافظة على حساب لدى مصرف في الولايات المتحدة ـ وفي هذه الحالة ـ يلجأ المشروع إلى خدمة مصرفه المحلي الذي يعمل عنده كوكيل وسيط . ويُسمح في فرنسا للوسطاء المعتَمدين وحدهم بالمحافظة على حسابات في الخارج . كذلك ـ يستطيع الوسطاء المعتمدون ـ دون سواهم ـ فتح حسابات بالعملة الوطنية باسم نظيرهم الاجنبي ـ وتسمَّى هذه الحسابات حسابات الغير. ويعمل السمسار المعتمَد أو المصرف المعتمد ـ حسب توجيه المشروع الفرنسي. أمّا التنظيم البريطاني فيقضي بان القطاع غير المصرفي هو غير مؤهَّل للمحافظة على حساب في الخارج إلا بإجازة خاصة ـ يبقى أن نقول أن التنظيم الألماني الفدرالي حرّ في هذا المجال .

حساب المراسل المصرفي أو الحساب الخاص . ويتغذّى هذا الحساب من إيداعات التصدير ويُستخدم في تسديد ثمن الواردات . إنه . بالتالي . وسيلة تسوية ديون صاحبه ويُمكّن من تلبية حاجات التمويل والتوظيف .

إذا افترضنا الآن أن مصرفًا في زوريخ (م) عرض على شركة التصدير الانكليزية معدلاً دائنًا مغريًا وأن الشركة قرّرت فعلاً ترحيل أموالها من نيويورك إلى مصرف زوريخ . تكون عندها قيود دفاتر المصرفين على الوجه التالي :

مصرف نيويورك	
إيداعات جارية :	
حساب ش :	
− د ١ م .	
حساب م :	
+ د ١ م .	

مصرف زوريخ	
إيداعات لأجَل :	
حساب ش :	
+ د ١ م .	

إن الإيداع الجاري لمليون من الدولارات والمسجَّل في مطلوبات مصرف نيويورك لحساب الشركة ش هو **إيداع بالدولارات** ، فيما الايداع لأجَل ، لمليون من الدولارات ، والمسجّل في مطلوبات زوريخ ،هو **إيداع بالدولارات الأوربية** .

فمصرف زوريخ **مصرف أوربي** . وهو يُدير الدولارات خارج الولايات المتحدة وقد يكون فرعًا أو شُعبةً لمصرف أميركي . المصرف الاوربي إذن مصرف يقع خارج بلد إصدار العملة المُبيَّن بواسطتها الايداع الذي يديره هذا المصرف في سوق النقود الاوربية .

إن علامة التفريق بين دولارٍ ودولار أوربي هي في التموضُع الجغرافي للايداع لا في جنسية صاحبه. فيُمكن الأميركيين أن يكونوا أصحاب ديون بالدولارات الاوربية تمامًا كما يستطيع الألمان إيداع أموال في سوق المارك الأوربي. ليست جنسية صاحب المال إذن هي العلامة بل التموضُع الجغرافي للايداع أو القرض. ومن الواجب تملُّك العملة الاوربية خارج بلد إصدارها، أي أن تكون هنالك مثلاً فرنكات لدى مصارف لندن أو فرنكفورت أو ماركات ألمانية في باريس أو في اللوكسمبور.

إن إيداع الدولارات في نيويورك - أي الحساب الخاص - هو مال خزينة. وتجمِّد المشروعات المتَّجهة نحو التصدير، بهدف تسهيل المعاملات، أموالاً متداولة بالدولارات تُمكِّنها من تحاشي نفقات تحويل النقد وتسهِّل عليها تسديد معاملاتها التجارية. فالحسابات الخاصة تفيد الترحيلات المصرفية المرتبطة بعمليات شراء وبيع أو قرض وتسليف نقود، وبعمليات سنديَّة، وباعتمادات مصرفية، الخ... ومن شأن هذه الحسابات، إلى ذلك، تغذية ترحيل بالدولارات خارج الولايات المتحدة بهدف التوظيف لدى المصارف الأوربية. وفي هذه الحالة، يسحب صاحب الحساب حوالة مصرفية من حسابه في مصرف نيويورك لصالح المصرف الأوربي حيث يرغب في توظيف دولاراته. ومن الواضح أن هذه العملية تتفسَّر بانخفاض مماثل في أموال الخزينة، فالايداع في نيويورك يصبح إيداع دولار أوربي عندما يوظَّف لدى مصرف خارج الولايات المتحدة.

ويتغذَّى الحساب الخاص **بالنقود** العائدة لصاحب الحساب؛ وهذه النقود، بالنسبة للمصرف، ليست سوى **عملة وطنية**؛ أما المملوكات

المبيَّنة بالعملة الاجنبية – أو النقد – فقوامها أرصدة الحسابات الجارية أو الموجودات المؤلَّفة من ديون على المصرف الاجنبي. وهذه المملوكات تؤلِّف ترحيلاتٍ دُولية بواسطة الحوالات المصرفية والتحويلات البرقية. وإن رصيد الحساب المصرفي الجاري في الولايات المتحدة يمثِّل، في هذا المجال، إيداعًا ممكنًا بالدولارات الأوربية. ولسوف يتحوَّل إلى إيداع فعلي بالدولارات الاوربية منذ ترحيله لدى مصرف متمركز خارج الولايات المتحدة.

ويجدر بنا التأكيد بان الدولارات لا «تخرج» من الولايات المتحدة حتى عندما تصبح دولارات أوربية، فهي تبقى مسجَّلة في دفاتر أحد المصارف في الولايات المتحدة. إن ما «يخرج» من الولايات المتحدة هو سند الدين، أي حق التصرّف بالدولارات خارج الولايات المتحدة.

إن **الاقليميَّة الخارجيّة** هي أولى ميِّزات الدولار الاوربي.

من الضروري التشديد، مع مراعاة تحليل تكاثر الدولارات الأوربية، على أن أية عملة وطنية كتابية لا يمكن أن تتحوّل عن البلد الذي يصدرها. فالفرنكات العائدة لألمان تظهر في حساب بالفرنكات لدى مصرف مقيم في فرنسا، والدولارات العائدة لمقيمين فرنسيين معتَمدين تظهر في حساب بالدولارات لدى مصرف مقيم في الولايات المتحدة.

إن كل دولار خارج الولايات المتحدة ليس قطعًا دولارًا أوربيًا. فليس دولارًا أوربيًا الدولار الموجود في جيب سائح فرنسي عائدٍ من رحلة إلى الولايات المتحدة. ولكي يصبح هذا الدولار أوربيًا وجب ردُّه إلى مصرف في فرنسا يتولَّى تسليم السائح فرنكات عوضًا عنه. فالدولار

الاوربي يشير، على هذا الاساس، إلى وجود سوق دولار أوربي، وعليه أن يدخل في عملية مصرفية، أي أن يُودع لدى مصرف أوربي ثم يُدار بواسطة النظام المصرفي.

وتتوضّح إدارة الايداعات الاوربية إما بقروض للقطاع غير المصرفي، وإما بديون خاطفة أو قروض متبادلة للقطاع المصرفي. ويرتبط المصرف الاوربي، عندما يقبل إيداعًا، بالتزام، وعندما يُعطي قرضًا، يكسب دينًا على المستفيد من القرض. يُمكن الدولارَ الاوربي، بالتالي، أن يكون إيداعًا أوربيًا أو قرضًا أوربيًا وهكذا ستتحدّد سوق النقود الاوربية من الناحية الإحصائية بواسطة ديون المصارف الاوربية والتزاماتها.

كان من المستطاع – في الخمسينات – وقبل ظهور السوق الاوربية، إمتلاك المصارف لموجودات بالعملات الاجنبية. ولم تكن هذه العملات لتكوّن عملات أوربية رغم تبيينها بالعملات الاجنبية. وقد ظلّت معزولة بمراقبات الصرف وغير قابلة للتحويل في حرية. وكانت أوضاع القروض هذه تكوِّن أموالاً متداوَلة أو أرصدة موازنة. أما الالتزامات فتأتّت من استعمال مناهج قروض مفتوحة لدى مصارف أجنبية. وقد تألّفت الموجودات بالدولارات، أساسًا، من وسائل سوق النقد الاميركي. وعندما يتلقى مصرفٌ ما دولارات من زبون، تصبح هذه الدولارات أداة تحويل في شكل قروض متبادَلة مُبرَمة مع مصرف أجنبي بالعملة المذكورة.

إن الابتكار الذي أدخلته السوق الاوربية على الساحة المالية الدُّولية لا يكمن في الحصول على دولارات بواسطة مصارف أوربية، بل في الإدارة الفعّالة لهذه الدولارات خارج الولايات المتحدة. ويكون العامل

القاطع «تسيير الالتزامات»، أي الإدارة الفعّالة والعقلانية للايداعات بالعملات الاجنبية للمصارف الدُّولية.

ولا ينتشر الدولار الاوربي عادةً في محيط المعتمَدين غير المصرفيين. ولهذا، ليس له، إجمالاً، تمثيل حسّي لا في شكل سند ولا في شكل حوالة مصرفية تستعمل من قبل شخص عادي (١). وتكون اللاحقة «أوربية» مُبهمة إذا جرت عمليات، بنسبة متزايدة، بالنقود الاوربية خارج أوربا. فالسوق دُعيت «سوقًا أوربية» لأنها نشأت في أوربا، وهي تعني أيضًا جميع الاسواق الدُّولية الواقعة في مراكز **لتجارة السواحل**.

وسوق النقود الاوربية، من ناحية عمليات المصارف التجارية، **سوق مصرفية دُولية** تلعب دور **سوق نقدية** حيث تعرض المصارف القادرة على الإقراض مواردها الفائضة عندما تكون المعدلات مغرية، وحيث تستلف المصارف التي هي في حاجة إلى الإقراض أموالاً عندما تكون الشروط مناسبة. ومن هذه الشروط:

– أن تُسدَّد العمليات المصرفية بالعملة الاجنبية؛

– أن يكون عدد المشاركين محدودًا نسبيًا، وأن تشمل المعاملات على مبالغ مرتفعة؛

(١) إن «الحوالة المصرفية الاوربية» لا تتعلّق بسوق النقود الاوربية. فهي طريقة دفع أوربية أطلقتها مؤخّرًا المصارف الشعبية ومصرف القرض المتبادَل في فرنسا. ويستطيع حاملها إصدار حوالات في البلدان الاوربية بتبيين الحوالة بعملة البلد الذي يوجد فيه. وهكذا، يستطيع فرنسيٌّ تسديد ثمن شراء تمَّ في المانيا الفدرالية بتبيين حوالته بالمارك الألماني.

– ألّا تكون هنالك سلطة رسمية تنظّم مشاركة المؤسسات تنظيمًا حازمًا ، أو تمارس مراقبة معيّنة إن من ناحية حكم الاحتياطيات الجبرية ـ أو من ناحية الاشتراكات في السوق المفتوحة ـ أو بواسطة سياسة معدلات الفائدة ؛

– ألّا تكون التدخّلات الرسمية الاخيرة تلقائية ،

– أن تكون السوق دائمًا ، بالتالي ، خارجة عن المصرف ، حتى إذا اضطُرّت مصارف مركزية إلى عقد قروض متبادَلة مع مصارفها التجارية (البُندِسبنك مثلاً) بعملة وطنية مقابل موجودات صَرف ـ أو الى التوظيف في السوق الاوربية (الدول التي هي في طور النُمو والمصدِّرة للنفط مثلاً) ـ أو الى استلاف عملة وطنية ملائمة من السوق الاوربية (كما فعل مصرف انكلترا عام ١٩٧٦ مثلاً في سوق الإسترليني الاوربي) ؛

– أن تتمّ ترحيلات النقد دون تنازلات نهائية (مناقصات باتّة) أو وقتية (نفقات) بكمبيالات مؤهّلة ، كمقابل.

وإن سوق النقود الاوربية ـ من ناحية العمليات التي تأخذ شكل قروض وتسليفات للقطاعات غير المصرفية ـ هي **سوقُ قرضٍ** . وتكون لها مهمتان أساسيتان ـ **فهي سوق بين المصارف** و **سوق وساطة داخلية** .

ومن المفيد التفريق بين سوق النقود الاوربية حيث **تُقرَض** العملات نقدًا **وتُستَلف** ، وسوق القطع حيث **تُباع** العملات **وتُشترَى** نقدًا ولأجَل.

إن عمليات النقود الاوربية تجري **نقدًا** ـ ومهلة **التسليم** فيها يوما عمل قانونيان ـ وقد تُحوَّل أو تُمدَّد مهلتها لبضعة أيام. فاذا كان من الواجب تسليم دولارات أوربية لثلاثة أشهر خلال ثلاثين يومًا ، يستطيع المصرف التغطية إجمالاً بواسطة معاملة طويلة الأمد ـ فيمكنه ـ مثلاً ، إستلاف

دولارات أوربية لاربعة أشهر وإقراضها من جديد لشهر واحد. وتُغطّى الاوامر لأجَل في جميع الاحوال - أو في أكثرها - بعمليات نقدية ذات اتجاه معاكس، بالمبلغ نفسه والنقد نفسه. إن عمليات التغطية هذه تؤمّن المستوردين والمصدِّرين ضد خطر تقلُّب أسعار العملات التي عليهم دفعها أو قبضها. وهي تستتبع نفقة إضافية تمثّل مكافأة خدمة مصرفية ونفقة ضمان الصرف لأجَل تماما كما تفعل لجنة التأمين كوفاس إذا ما اتخذنا فرنسا مثلا.

٢. - بُنية العرض والطلب

١. التقسيم بحسب الاستحقاق. - إن جميع **الايداعات** بالنقود الاوربية هي إيداعات لاجَل ذات عائدة. فالمال المصرفي الاوربي ليس مجانيًّا. وكما يظهر من الجدول رقم ١. إن أغلب الايداعات هي لأجَل قصير. وسوق النقود الاوربية هي. أساسًا. سوق رؤوس أموال لأجَل قصير. ولأجل قصير جدًا من ناحية الايداعات. فزهاء ٨٥ ٪ من الايداعات هي لاستحقاق أدنى من ٦ أشهر. كما أن قسمًا مهمًّا من

---

* (نظِّم هذا الجدول بحسب معطيات النشرة الفصلية لمصرف إنكلترا. وتتعلّق النسب بالحجم الاجمالي لعمليات النقود الاوربية التي قامت بها المصارف الاوربية في مدينة لندن بواسطة المقيمين وغير المقيمين في المملكة المتحدة. المصرفيّين منهم وغير المصرفيّين. وقد قدِّر هذا الحجم بـ ١٨٠ مليار دولار للفترات المعروضة. إ = إيداعات و ق = قروض).

←

* جدول ١

بنية استحقاقات سوق النقود الاوربية

الاستحقاق	الفترة ١٩٧٥ شباط إ	ق	١٩٧٦ شباط إ	ق	أيار إ	ق
أقل من ٨ أيام	٢١.٧٧	١٦.١٢	١٩.٨٦	١٥.٧٦	٢٠.٦٤	١٦.١٩
من ٨ أيام الى شهر واحد	١٨.٢١	١٥.١٦	١٧.٧٩	١٣.٥١	١٧.٥٢	١٣.٧١
من شهر الى ٣ أشهر	٢٨.٩٥	٢٣.٦٦	٢٩.٥٨	٢٤.٧٣	٢٧.٦٤	٢٣.١٧
من ٣ أشهر إلى ٦ أشهر	١٧.٩٦	١٥.٢٢	١٩.٢١	١٥.٦٨	١٩.٣٠	١٥.٧٢
من ٦ أشهر إلى سنة واحدة	٦.٠٣	٦.١٩	٦.٨٣	٦.٥٦	٨.١١	٧.٢٩
من سنة إلى ٣ سنوات	٢.٧٦	٦.٦١	٣.٧٢	٧.٩١	٤.٠٥	٨.٣٢
أكثر من ٣ سنوات	٤.٣٢	١٧.٠٤	٣.٠١	١٥.٨٦	٢.٧٤	١٥.٦٠
المجموع المئوي	١٠٠.٠٠	١٠٠.٠٠	١٠٠.٠٠	١٠٠.٠٠	١٠٠.٠٠	١٠٠.٠٠

القروض يلائم الاستحقاق البعيد الأجَل. وإن ربع الديون فقط هي ذات أجل استحقاقٍ أطول من سنة واحدة (١).

نلاحظ أن أقل من ٧ ٪ من الايداعات لأكثر من سنة تغطي ٢٥ ٪ من ديون الاستحقاق نفسه. كذلك. ندوِّن غياب التوازن بين تثميرات وموارد فترة الاستحقاق نفسها. ومن هنا تظهر ضرورة تغيير معيَّن في الايداعات القصيرة الأمد لجعلها قروضًا طويلة الأمد.

ب. **التقسيم بحسب العملة**. — إن العملات المتمتِّعة بسوق قـطع لأجَل يمكنها. وحدها. أن تكون عملات أوربية. أما العملات التي لاتتمتّع بسوق قـطع أصوليّة فلا يُمكنها الحصول على معاملة كافية في سوق النقود الاوربية. وهكذا. خرج الدولار الأُسترالي وراند جنوب أفريقيا من النشاطات المصرفية الاوربية لأن قيودًا وضعت على الصرف حدَّت من استعمالها. إن كل عملة قابلة للتحويل دون قيود حدٍّ في هذا التحويل مؤهّلة لأن تكون عملة أوربية.

(١) إن شهادات الايداع بالدولارات الاوربية التي أُدخلت في حيِّز التعامل عام ١٩٦٦ هي إيصالات صالحة للتبادل وملائمة لايداع بالدولارات الاوربية لدى المصرف المُصدِر. ويُميَّز بين الشهادة بالقطعة التي تتآلف والالتزام العادي وهي ذات قـيمة قابلة للاقتطاع والشهادة بالحصة (تثيمر ش إ) التي تقدّم إيرادًا إجماليًّا عند الاستحقاق. وتؤمِّن الشهادة الاولى الوصل بين سوق النقود الاوربية وسوق صاحب السند الاوربي ؛ فيما تُعتَبر الثانية أداةً ماليةً. وأهم فوائد شهادة الايداع بالدولارات الاوربية تكمن في أنها صالحة للتبادل في سوق ثانوية ناشطة. وشبهُ سائلة ومُشاركة لايراد يوازي تقريبًا إيداعًا لأجَل. ولقد تطوَّرت سوق شهادات الايداع بالدولارات الاوربية في سرعة فائقة : ففي عام ١٩٧٧ غدا حجمه زهاء ١٠ مليارات ليرة إسترلينية.

فسوق العملات الاوربية تنشأ مع خلق **تجمع لتجارة السواحل**، ومع سوق خارجية بالنسبة إلى البلد الذي يُصدر العملة المعيَّنة. وتدعى السوق غالبًا «سوق الدولارات الاوربية». ويرجع هذا الى كون ثلثي الديون والالتزامات في السوق الاوربية مُبيَّنة بالعملة الاميركية وإلى كون الولايات المتحدة القوةَ المالية الأول في العالم. ويلي الدولار قوةً ـ المارك الألماني ـ ثم يأتي الفرنك السويسري وتليه ـ من بعيد ـ الليرة الاسترلينية والفرنك الفرنسي. وقد كان توزيع التزامات المصارف الاوربية بالنقد ـ في آذار ١٩٧٦ ـ على الوجه التالي:

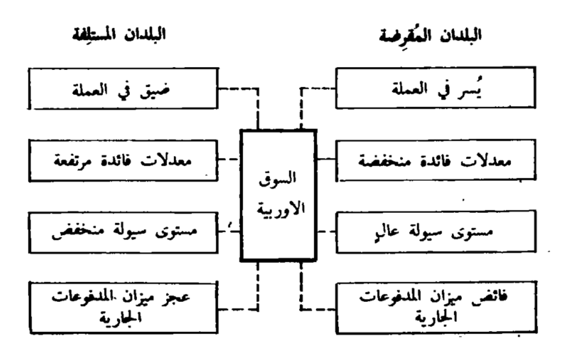
جدول رقم ٢

التركيب بحسب العملة

الدولار الأميركي	$US	٧٢
المارك الألماني	DM	١٥
الفرنك السويسري	SwF	٠٨
الليرة الاسترلينية	£	٠٢
عملات أخرى		٠٣
بالنسبة المئوية		١٠٠

تشمل «العملات الأخرى»: الفرنك الفرنسي (FF) ـ والفلوران الهولندي (f) ـ والليرالايطالي (Lit) ـ والفرنك البلجيكي (BF) ـ والين (¥) ـ والدولار الكندي (C$) ـ الخ. ويختلف التركيب بحسب السنين وبمقتضى هذا الاتجاه.

ج. **التقسيم بحسب البلد**. – السوق الاوربية **«سوق مُشتَرين»**. أي سوق مستَلِفين. ولقد كان العرض يؤلِّف. أساسًا. المنشِّط الأول للسوق. إلا أن حاجات التمويل لتجارة عالمية في طور الانتشار وضرورة تغطية حالات عجز ميزان المدفوعات جعلت من السوق **سوق طالبين**. ولقد لعب العرض. من جهة ثانية. دورًا محرِّكًا منذ أن ثُمِّر الفائض المالي للدول المصدِّرة للنفط في السوق الاوربية. وبمبالغ هامة. **وإن الدور المحرِّك الذي يلعبه الطلب يغدو أهم. نسبيًا. كلما طال أجل الاستحقاق**. ويخلق الطلب – في شكل طرح سلفات جديدة أو تجديد سلفات سابقة مُستَحقَّة – عرضَه في كل حين. أمّا العرض. فيلعب. على العكس من ذلك. دورًا محرِّكًا في الأجَل القصير أو في سوق **طلب المال**. أي سوق الأجَل جِدّ القصير. وهو ملجأ رؤوس الأموال التي تنتظر ساعة استعمالها. وسوق استيعاب لفائضات الخزينة المؤقّتة.



٣. – خصائص السوق

إن أهمّ خصائص سوق النقود الاوربية هي التالية :

أ. **سوق ليّنة ومن الحجم الكبير.** – تختصّ سوق النقود الاوربية بقدرة تكيُّف واسعة بحسب الظروف. فهي تقاوم السحوبات السابقة لأوانها وتتكيَّف مع الدفقات غير المتوَّقعة. وقد برهنت مقدرتها على إعادة توظيف الأموال الضخمة الواردة من الدول المصدِّرة للنفط. وعلى تمويل حالات عجز ميزان مدفوعات عددٍ كبير من البلدان.

وقلّما يؤدي عقد الاتفاقات إلى إنشاء إضبارات مُرْبكة. ويقوّي ليونة السوق غياب العرقلات الإدارية. وسرعة الاجراءات الكبيرة. والقدرة العالية لمرونة العرض. وتكيّف المعدلات.

وتُعتبر سوق النقود الاوربية. إلى هذا. سوقًا جدّ مهمة. فهي **سوق جملة**. وتقارب قيمة معدل كلٍّ من عملياتها خمسين مليون دولار. وقد استلفت. فعلاً. كيانات عامة وهيئات دُولية. مبالغ أنافت أحيانًا على مليار دولار. هذا. ولئن كانت القروض مرتفعة. فان الايداعات قدلا تزيد عن ١٠ آلاف دولار. وذلك من شأنه أن ينوِّع زُبن المصارف الاوربية. وإن أهمية السوق الاوربية وليونتها سمحتا بتحقيق توفيرات محسوسة في عمليات القرض والاستلاف على المستوى الدُّولي.

ب. **سوق ناشطة وحسنة التنظيم.** – إن سوق النقود الاوربية هي سوق شمْبتريَّة حقيقية :

– إنها تنشيء واسطات جديدة كشهادات الايداع. والأوراق التجارية الأوربية. الخ ؛

- وتُظهر أساليب دوران جديدة تحسّن شفافيّة السوق وتزيد من سرعة الاستعلام ؛

- وتفتح مجالات جديدة باطالة أمد استحقاق القروض وبتوزيع الاساليب ؛

- وتفضي إلى أنواع جديدة من التنظيم : فتح فروع في الخارج . إنشاء شُعبات في مراكز تجارة السواحل . عقد اتفاقات شراكة . تشكيل نقابات مصرفية دُولية .

لقد غدت نقابيَّة القروض المصرفية الاوربية مألوفة مع بداية السبعينات . وهي تُحسِّن قدرة استيعاب السوق وتسمح بمواجهة الطلبات على القروض ذات المبالغ الضخمة . وتفيد صيغة القروض النقابية هذه . على الأخص . الهيئات العامة أو نصف العامة ذات الحاجات الرأسمالية الضخمة . أما في ما يخصّ المصارف المشترِكة . فتضفي النقابية فوائد عدة . فهنالك أولاً **قسمة المخاطر**. وقد أسفرت . عند إفلاس فريبجست . عن خسارة لم تتجاوز مليون دولار للمصارف الأربعة والستين المشترِكة . ثم تأتي الفائدة الثانية التي تسمح للمصرف المشترِك بتحديد قرضٍ للزبون نفسه يتناسب ووضع أمواله الخاصة . وذلك إمّا على سبيل التأمين عندما تكون العلاقة مع مصرف أوربي . وإمّا . وبشمول أوسع . على سبيل التنظيم كما هي الحال في المصارف الوطنية . وهنالك فائدة ثالثة تسمح للمصرف المشترِك بتجميد حصّته في القرض في شكل اشتراك ثانوي وذلك بترحيل كل أو بعض التزامه أو بتحويل السند الذي يمثّل اشتراكه . ويؤمّن التجميد بتجيير **السند لأمر** الصادر عن المستلِف . ويكون خطر السيولة محدودًا إذا ما قبل المستلِف بدوران السند ، وأكيدًا إذا ما فضّل

المَدين قاعدة التغطية العادية عن طريق الصندوق. وفي كل حال، تُحسِّن النقابية إمكانيات التمويل من جديد. وتحدّ من خطر السيولة. وتبقى فائدة رابعة هي في ظاهرة الاتحادية التي تسهم في تطوير المردودية المصرفية الاوربية سواء من النواحي النقدية المرتبطة بالتكليف أو من النواحي النوعيَّة المرتبطة بتثمين محفظة القروض. ويتّجه تجمّع المصارف الدُّولية حول النقابة، من الوجهة القانونية، شطر «الخطوبة» أكثر مما يتّجه شطر «زواج» حقيقي، متجنبًا بذلك مشاكل قانونية دقيقة في حال نشوء نزاع... وقد كان تخصّص النشاطات المصرفية الاوربية شرطًا أساسيًا لتطور سوق النقود الاوربية. فالعمليات بالنقود الاوربية تتبع عادة قسم القَطع في المصارف. ويجتهد معتمَدون متخصِّصون في تقريب العروض والطلبات وتجري اتصالات دائمة بالخط الهاتفي المباشَر. وقد يفضّل مصرفٌ ما المرور بمعتَمد للمحافظة على السريّة أو لعدم التعرّض لوضع غير مرغوب فيه إن هو أرغم على رفض القرض. والمعتمَد لا يهمّ بالنهاية السعيدة للعمليات أو بيَسار المتعاقدين. وهو يكتفي بتقريب وجهات النظر بين عملاء الدورة المصرفية الاوربية. فالأمان هو القاعدة. والسرّية هي الشريعة. والمردودية هي الهدف. أمّا التلكس والهاتف فهما واسطتا الاتصال الاساسيتان. وإن نظامَ اتصالٍ متمتعًا بتقنية الإعلام هو الآن قيد الدرس، وسيُمكِّن من نقل وثائق المحاسبة التي تُمثِّل التنظيمات بين المصارف الاعضاء إلى ناظمة آلية ومن خلال شبكة دُولية. إن هذا التقدم نحو التجرّد والتأحيد قد يتيح زيادة سرعة دوران الايداعات. وقد يرافقه امتداد أوسع في المدى المصرفي وزيادة في مدة انتقال رؤوس الأموال.

جـ. سوق بَيْمصرفيّة ووسيطة. – تُعتبر لندن مثال السوق البيمصرفية

في ما يختص بالنقود الاوربية. ففي الواقع . إن ٨٧ ٪ من العمليات المصرفية بالنقود الاوربية . لمدينة لندن تتعلّق بعمليات بين المصارف . وإن تقلّص الإستحقاقات بشأن القطاع غير المصرفي ناتج عن **دوران طويل الأمد لايداعات بيمصرفيّة** يستمر حتى النفاد الحسّي لحدود النفع . وتؤدي عمليات التحكم والتعليلات المختلفة المرتبطة بالأعمال المصرفية الاوربية إلى هرم إيداعات بين المصارف .

ويُضفي الوسيط خاصيّتين هما :

– بلد مستلِف لرؤوس الأموال : وتلك حال بلد يجذب الأموال الاوربية الواردة من الخارج لإقراض هذه الأموال من جديد لمشروعات محلّية ؛

– بلد مصدِّر لرؤوس الأموال : وتلك حال بلد يجمع رؤوس أموال من المنطقة الخارجية للسوق الاوربية لتسييرها نحو السوق الاوربية .

وفيما تُعد لندن أساسًا بيمصرفية . تُعد زوريخ أولاً وسيطة . فسويسرا – مرسى الأمان – تتميَّز بقدرة ظاهرة في تصدير الأموال . وهي تجذب رؤوس الأموال بنسبة أعلى بكثير من قدرات استيعاب السوق المحلّية (١) . ومن هنا المهمة الوسيطيّة التي تمارسها سويسرا في نطاق ملائم لامتداد النشاطات المصرفية الاوربية : ١) تشريع متساهل ، ٢) تسليم بالإدارة الحسنة ؛ ٣) عدم وجود سوق نقدية ضخمة بسبب استدانة الدولة الضعيفة لأجَل قصير ؛ ٤) قدرة جذب رؤوس الأموال اللاجئة .

د . سوق تنافسيّة من الدرجة الأولى – إن سوق الدولارات الاوربية

(١) مراجعة م . إكلِه . سويسرا كمصرف دُولي ومركز مالي . زوريخ . ١٩٧٠ .

هي سوق تنافسية من الدرجة الأولى. فتحويل العملات الحر يجعل منها سوقًا سهلة وذات حساسية كبيرة تجاه حركات رؤوس الأموال ذات الفائدة المتغيِّرة. وينتج عن ذلك : ١) إنتقاص نفقة الاستلاف ؛ ٢) زيادة في إيراد الايداعات ؛ ٣) تخصيص فعّال للموارد. والسوق الاوربية توزِّع اكبر عدد من القروض على أساس الأموال المتيسِّرة. أما حدود النفع فيها فهي أضيق في سوق الدولارات الأوربية منها في اكثر الأنظمة المصرفية الوطنية. فسوق الدولارات الاوربية لا تتطلّب، أولاً، مدفوعات زائدة كعمولة شركة التأمين على الودائع الفدرالية في الولايات المتحدة. وقد خفَّضت الاجراءات إلى أبعد الحدود. السوق الاوربية إذن – إن نحن قارنّاها مع بعض الأسواق الوطنية حيث تُرهق زيادة عدد الموظفين النفقات الإدارية وحيث تقوية الترتيبات التنظيميّة تؤدي إلى زيادة مصاريف التثمير – تتحمَّل نفقات إدارة مخفَّضة نسبيًّا. أمّا من حيث انها سوق جملة، فان أعباءها تكون مخفَّفة. والمصارف الاوربية، ثانيًا، حرّة في إقامة احتياطيّاتها : وتستطيع السوق الاوربية، بفضل غياب الاحتياطي الجبري، وغياب حدّ المعدلات الدائنة، العملَ في حدود ادنى من تلك التي يتطلّبها النشاط المصرفي الوطني.

إلى أي حد يؤلِّف غياب الاحتياطي الجبري علاوة وسيط مصرفية؟

يُحمِّل مصرف أميركي شهادة إيداع لتسعين يومًا معدَل ٥.٩٥ ٪ بينما يُقدِّم مصرف أوربّي معدل ٦.١٥ لايداع له تاريخ الاستحقاق نفسه والقيمة نفسها. يبدو، لأول وهلة، أن وضع المصرف الاميركي أفضل من وضع المصرف الاوربي ما دام يدفع المعدل الدائن الأنقص.

لكن هذا مغاير للواقع ، فعلى المصرف الاميركي إنشاء احتياطي جبري لدى مصرف الاحتياطيّ الفدرالي ، هبْ انه ٥ ٪ . ينتج من ذلك أن نفقة شهادة الايداع الفعلية بمعدلٍ السوق ٩٥ . ٥ ٪ . عندما تكون شهادة الايداع صادرة على أساس سنة من ٣٦٠ يومًا وخاضعة لمُعامِل احتياطي جبري قدره ٥ ٪ ، هي ، بحسب القاعدة :

$$ن\ ش\ إ = \frac{ف\ ش\ إ}{(١ - إ\ ج)\ (٣٦٥/٣٦٠)}$$

حيث ن ش إ= النفقة الفعلية لشهادة الايداع

ف ش إ= الفائدة المئوية لشهادة الايداع

إ ج= الاحتياطي الجبري

إذن :
$$\frac{٥.٩٥}{(١٠٠ - ٥)\ (٣٦٥/٣٦٠)} = ٦.٣٢\ ٪$$

ينتج اذن أن السوق الاوربية لا تدفع سوى ٦،١٥ بينما اضْطرَّ المصرف الاميركي الذي كان يدفع أصلاً ٥.٩٥ إلى دفع ٦،٣٢ بسبب الاحتياطي الجبري . ورغم أن المعدل الدائن الاجمالي الذي يدفعه المصرف الاوربي هو أعلى من الذي يدفعه المصرف الاميركي ، فان النفقة الفعلية الصافية للمصرف الاميركي هي أعلى من تلك التي يتحمّلها المصرف الاوربي .

إن غياب احتياطي جبري يُمثّل للمصارف الاوربية مباشرةً علاوةَ وساطة مصرفية . والدليل على ذلك أنه ، في التطبيق ، تظهر زيادة مُعامِل

الاحتياطي الجبري إجمالاً في ارتفاع أسعار نفقة التمويل الجديد للمصارف التجارية لدى مؤسسة الإصدار. أي في زيادة نفقات التثمير التي تهيب بالمصارف إلى رفع معدل القروض على زبنها.

وتجدر الاشارة إلى أن حدود النفع. المعرَّفة كفارق المعدل المدين والمعدل الدائن. هي معيار منافسة الانظمة المصرفية. والمنافسة ما هي الا شكل للمردودية المصرفية. وإتقان السوق يؤمِّن نفقتي إنشاء وإدارة منقوصتين. وتكون الأرباح المُحقَّقة بالعملات الاوربية إجمالاً أعلى من تلك المُحقَّقة بالعملات الوطنية. كما أن حدود النفع المصرفية الاوربية هي جدّ ضيّقة في ما يتعلّق بالعمليات البيمصرفية. فان فوارق من ١/١٦. وأحيانا أقل من ذلك. هي قيد الاستعمال على الدولار الاوربي في لندن. وبالاضافة إلى الفائدة التي يؤمِّنها غياب الاحتياطي الجبري – وهذه الفائدة تؤثر في المعدل الدائن – تستفيد السوق الاوربية من فقدان «أرصدة التعويض». وإن هذه الفائدة لتؤثر في المعدل المدين. فعندما يستلف أحدهم من الولايات المتحدة. عليه إنشاء رصيد معوِّض لدى مصرفه. وهذا الرصيد يزيد النفقة الحقيقية للقرض. والحصَّة النسبية المفروضة تختلف باختلاف المصارف. وتفيد هذه التقنية. من زاوية المصرف الاميركي. في تغيير النفقة الحقيقية للمعاملة دون العبث بمعدل الأساس.

تشكو حدود النفع المصرفية الاوربية. بالنسبة لبعض الاسواق المصرفية الوطنية. من ميل إلى التقلّص. وهذا يعود إلى تقوية شروط المنافسة. وإلى سيولة السوق من أجل مواجهة طلب الدول المصنَّعة بقصد تغطية حالات عجزها الخارجية. وإلى دَفْق «الدولارات – النفطية»

(البترودولارات) منذ أواسط عام ١٩٧٤. ويعود الميل - عكسيًا - إلى توسيع حدود النفع في بعض الأسواق الوطنية لغياب المنافسة الحرّة الفعلية عن هذه الاسواق - وبوجه الاحتمال - بسبب الوضع الاحتكاري لقلّة من المصارف «تصنع» السوق. إن منافسة سوق الدولارات الاوربية هي من العوامل الحاسمة التي أدَّت إلى تطوّرها.

٥ - **سوق دولية**. - إن سوق النقود الاوربية هي سوق دُولية بكل ما في هذه الكلمة من معنى. فهي تموِّل القروض للاقتصاد الغربي كما تموِّلها للاقتصاد الاشتراكي وللدول التي هي في طور النمو. وهي لا تتعاطى الا بالعملات الدُّولية والقابلة للتحويل لكونها محدَّدة خارج دول إصدارها.

وتتصل السوق بواسطة التلكس والهاتف من لندن الى سنغافوره مرورًا بباريس وجزر الكايمان. **وتوزيع المصارف** يتناقض **والتجمّع المصرفي** النسبي. فمعظم العمليات المصرفية الدُّولية يتم بواسطة زهاء خمسين مصرفًا موزعًا على زهاء عشرين بلدًا. إن السوق الاوربية هي دُولية بتنوّع مراكز تجارة السواحل (الباهاماس - برمودا - پاناما - الخ..). وتلعب هذه المراكز أكثر من دور:

- فهي مُلحقات محاسبة تسجِّل عمليات لا تجري فيها فعلاً. وتكون عادة عناوين قانونية بسيطة لا وجود محسوسًا لها غير صندوق بريد عادي حيث تُودَع العمليات الجارية في الولايات المتحدة وفي المجالس المركزية.
- وجامعات لرؤوس أموال واردة من البلدان الغنيّة ؛
- ومورِّدات لقروض البلدان التي هي في طور النمو ؛
- ووسيطات تُسيِّر أموال القطاع غير المصرفي المقيم شطر مراكز السوق

الاوربية (كبرمودا مثلاً) . أو توجُّه القروض نحو القطاع المصرفي المقيم (ليبيريا مثلاً) .

ولم تكن هذه المراكز . منذ نحو خمس سنوات . سوى محطات بسيطة لتحويل الاموال إلى عملات أجنبية . ولقد أصبحت هذه المراكز . اليوم . جدّ ناشطة .

وتبقى **لندن** المركز العالمي الاول في السوق الاوربية . ويعود تفوّق مدينة لندن هذا إلى عوامل كثيرة . منها :

- تنظيم مصرفي مرن ؛
- تسهيلات لغوية ومِلاك متعدد اللغات .
- تخصّص المِلاك وخبرة تقنية .
- إدارة تقنية رفيعة ؛
- شِهرة مرتبطة بالدور التاريخي للمدينة ؛
- عدد كبير من فروع المصارف الاميركية واليابانية والاوربية (وأقدمها الكْرِيدي ليونه . ١٨٧٠) ؛ مجموعها ٢٤٤ مصرفًا أجنبيًا تنتمي إلى ٥٤ دولة مختلفة . كذلك تكثيف في تنويع مصرفي : فمن أصل المصارف المئة الأوَل في العالم . هنالك ٩٧ مصرفًا ممثَّلاً في لندن ؛
- تقريب العرض والطلب لجميع الفرقاء في العالم ؛
- خبرة قديمة في الاعمال المالية الدُّولية ؛
- تقليد في الثقة المتبادَلة ؛
- حياد متفهِّم ويقظ من قبل الحكومة البريطانية بالنسبة لنشاطات لندن المصرفية الاوربية ؛

– فعّالية سوق النقود ؛

– إقتصاد في النفقات العامة (خاصة في ما يتعلّق بالهاتف حيث نفقته أقل ممّا هي عليه في باريس مثلاً) ؛

– تقديمات خدمة رفيعة المستوى في عالم المال والإدارة والاكتتاب والتوظيف والنقابية الخ... ؛

– مركز وحيد للأوراق التجارية الأوربية ولشهادات الايداع بالدولارات الاوربية ؛

– إنفتاح واسع على الاسواق الخارجية ؛

إن لندن تؤلّف حقًا **تجمّعَ أموالٍ محكم.**

سنغافوره: إن المركز الاستراتيجي والسياسة المالية المتحرِّرة يؤلّفان العاملَين الاساسيّن اللذين يفسّران تطوّر سنغافوره السريع كمركز مالي دُولي.

وسنغافوره قريبة من المراكز المالية الآسيوية (مانيلاً. بانكوك وهونغ كونغ). كما أن الاتصالات مؤمّنة بالتلكس والهاتف ويسهّلها قمر اصطناعي مركزه جزيرة سانتوس في جنوب المدينة.

عندما تفتح سوق لندن أبوابها في الثامنة صباحًا. تكون الساعة في سنغافوره الثالثة والنصف من بعد الظهر. والمعروف أن سوق النقود الاوربية فيها تعمل ٢٤ ساعة على ٢٤. ولقد ساعد عدد من التدابير المتحرِّرة على تطوير سنغافوره والسوق المسمَّاة بسوق **«الدولارات الآسيوية»**. ومنها:

– إلغاء ضريبة الاقتطاع عند المنبع على دخل فوائد حسابات غير المقيمين

في عام ١٩٦٨ ؛

- إعفاء النشاطات المصرفية الآسيوية من مراقبة المبادلات ؛

- السماح بإصدار شهادات إيداع بالدولارات وبتحويلها إلى سوق ثانوية (نيسان ١٩٧٠) ؛

- إمكانية إعطاء قروض بالدولارات للمقيمين في الجزيرة (١٩٧١) ؛

- إلغاء نسبة السيولة البالغة ٢٠ ٪ على الايداعات بالعملات الاجنبية (كانون الثاني ١٩٧٢) ؛

- إلغاء رسم الطابع على شهادات الايداع ؛

- السماح للمشاريع المقيمة بان تمتلك الموجودات بالوحدات النقدية الآسيوية (ACU = عملات أجنبية في سنغافوره). وبان تستلف دولارات آسيوية لأهداف غير مرتبطة بتحويل المقايضات التجارية ؛

- إلغاء نسبة الـ ٩ ٪ على التزامات الايداع البيمصرفية (١٩٧٤).

إن معدلات الفائدة للدولارات الآسيوية تُساعَر بالنسبة لمعدلات الدولارات الأوربية. كما أن مناسبات التحكيم المكاني محدودة. ويُساعد وجود عشرة مُعتَمدي صرف يُمرِّرون المعلومات في معادلة فوارق المعدلات الدنيا بين لندن وسنغافوره. التي تبقى مُحدَّدة بتأثير معدلات الفائدة في الولايات المتحدة. وهكذا ارتفع حجم سوق الدولارات الآسيوية (أي دولارات سنغافوره الاوربية) من مليار دولار عام ١٩٧١ إلى ١٦ مليار دولار في بداية ١٩٧٧.

٦ - سوق حرَّة تتخطَّى الحدود الوطنية. - إن إحدى أكبر خصائص سوق النقود الاوربية تكمن في غياب كل مراقبة دُولية أو وطنية تنظِّم.

بطريقة موحَّدة. نشاطات البلدان المصرفية الاوربية. وليس هناك أي تحديد كمّي لعرض القرض المصرفي الاوربي. فحدوده الوحيدة مرتبطة بالمتطلبات النقدية وحدها وبنفقة القرض التي يكون المستلِف مستعدًا لقبولها. وهي **ضبط** بواسطة المعدلات النقدية أكثر منها ضبط بالمراقبة الرسمية. وتتمتّع القروض الأوربية باعفاء ضريبي كامل. كما أن دفع الفوائد لا يخضع للحجز عند المنبع. وتمثّل هذه الحرية في شأن فرض الضرائب منافع تكون عادة أجزل. بمقدار الضعف. من تلك المتوقّعة في الاتفاقيات الثنائية بين الدول. فالسوق الاوربية لا تخضع لتنظيم معيّن للقرض. أو لحدٍّ معيَّن للمعدلات. أو لاحتياطيّ قانونيّ معيَّن. أو لنسبة سيولة معيَّنة. وهي تستفيد من معاملة تختلف بحسب ما تكون العملة وطنية داخل بلد الاصدار أو عملة وطنية خارج بلد الاصدار. وتبدو العمليات بالنقود الاوربية بسبب طبيعتها التي تتخطّى حدود الأوطان – قابلة في صعوبة لأن تُراقَب من قبل سلطة قضائية وطنية أو دُولية. كما أن الممارسات المهنية يسيِّرها تأديب ذاتي، و lex mercatoria ، وهي شَريعة السوق التي تحضَّرت وفرضت نفسها على هامش القواعد القضائية. فالعقود دونما قانون أو شروط تحكيمية هي، وحدها، طريق حلّ المنازعات. والعقود المصرفية الاوربية تخضع لتحكيم مرسوم أكثر مما تخضع لقضاء رسمي.

السوق الاوربية **سوق عديمة الجنسية**. تستعمل **عملات تركت أوطانها**. وهي تؤثّر في جميع الدول دون ان تكون مراقبة من أحد. وتُكيِّف أكثر ممّا تكون محدَّدة. ولقد تطوّرت سوق النقود الاوربية **كردة فعل تلقائية ضد** التنظيمات الوطنية. وكانت هذه السوق تُمثّل جزيرة

الحرية عندما كانت حكومات بلدان مصنّعة عديدة تقوّي الحكم القيدي لسياستها النقدية مساهمةً . بالتالي . في خنق فعّاليات لم تكن في حاجة إلا إلى أسواق حرّة تنفتح عليها . ولقد شجّعت قيودٌ – كمنع مكافأة الايداعات بالعملة الوطنية لغير المقيمين . وإجبار المصارف على إنشاء إحتياطي قانوني على التزاماتها بالعملات الاجنبية . وعدم تمكين القطاع غير المصرفي المقيم من الاحتفاظ بحساب نقود لدى مصرف محلي – تطوّرَ النشاطات المصرفية الاوربية خارج النطاقات التنظيمية .

وهكذا تطوّر الدولار الاوربي مقابل تنظيم المعدلات الدائنة في الولايات المتحده . وتطوّر المارك الالماني الاوربي مقابل فرض الاحتياطيات الجبرية الدنيا على التزامات الايداع والاستلاف في المصارف التجارية الالمانية . وتطوّر الاسترليني الاوربي مقابل إجبار المصارف البريطانية على إنشاء إيداع خاص على الالتزامات بالاسترليني تجاه غير المقيمين . ولا تخضع القروض بالنقود . في فرنسا . لقواعد تحديد تقدُّم الاستحقاقات العامة .

لقد مثّلت السوق الاوربية – وما زالت – حاجةً تواجه ضيق الاسواق الوطنية . وإن التطور المدهش للبلدان المصنّعة وتثمير البلدان المتخلّفة أوجدا . منذ السنين الخمس عشرة الاخيرة . احتياجات هائلة إلى رؤوس الاموال . ولقد قدّمت السوق الاوربية مساهمة أساسية بتمكينها الاستجابة . في ظروف تنافسيّة . لقسم هام من حاجات التمويل الدُّولية . ويجب طرح مسألة «مراقبة» سوق النقود الاوربية بعد ان يؤخذ بعين الاعتبار نوعان من العوامل : كونها سوقًا «سوداء» تسمح بتجنّب التنظيمات الوطنية . وكونها سوقًا «ضرورية» لعدد كبير من البلدان .

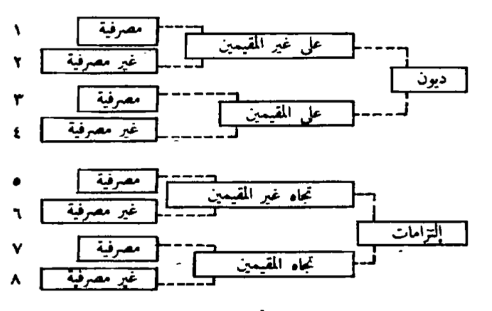
الفصل الثالث

حجم سوق النقود الأوربية وتحديد معدلات فائدتها

١ . – حجم سوق النقود الأوربية

إن مفهوم حجم سوق النقود الأوربية هو جدّ هام بالنسبة لتحليل حالات دفق رؤوس الأموال الدّولية وفهمها . وهذا المفهوم ليس سهل الضبط . ونحن نقترح إبرازَ عناصره المكوِّنة .

وبما أن قوام سوق النقود الأوربية ديونُ المصارف الأوربية والتزاماتُها . فلا بد لنا من تحديد هذين المفهومين .



إن تعريف سوق النقود الأوربية يرتكز على تعيين حدود منطقة إقليمية . ويؤمّن مصرف التنظيمات الدّولية في بال تعداد الاحصاءات

المبلَّغة من قبل الدول المصرِّحة. وهكذا، تشمل **المنطقة المصرِّحة** جميع الدول التي تؤمِّن معلومات إلى مصرف التنظيمات الدُّولية. أما البلدان التي لا تصرِّح فتنتمي الى المنطقة الخارجة عن المنطقة المصرِّحة. وتُسهم هذه الدول، فعلاً، في السوق الأوربية دون أن تكون منها **تحديدًا**.

بعض أمثلة توضح كُلًّا من حالات الرسم البياني:

١ – يُنشيء مصرف لندني إيداعًا بالدولارات لدى مصرف في باريس.

٢ – يمنح مصرف لندني قرضًا بالدولارات مشروعًا ألمانيًا.

٣ – يُنشيء مصرف لندني إيداعًا بالدولارات لدى مصرف آخر في لندن.

٤ – يمنح مصرف لندني قرضًا بالدولارات مشروعًا في المملكة المتحدة.

٥ – يتلقى مصرف لندني إيداعًا بالدولارات من مصرف إيطالي.

٦ – يتلقى مصرف لندني إيداعًا بالدولارات من مصدِّر ألماني.

٧ – يتلقى مصرف لندني إيداعًا بالدولارات من مصرف آخر في لندن.

٨ – يتلقى مصرف لندني إيداعًا بالدولارات من مشروع في المملكة المتحدة.

ويشتمل مفهوم كلمة مقيم على معاني ثلاثة هي:

أ – مقيمٌ تجاه بلد مصرِّح.

ب – مقيمٌ في بلدٍ من المنطقة المصرِّحة ولكن غير مقيم تجاه بلدان أخرى من المنطقة المصرِّحة.

جـ - مقيمٌ خارج المنطقة المصرَّحة.

فحين يمنح مصرف لندني قرضًا مصرفًا في باريس. يكون مصرف باريس بمثابة غير المقيم تجاه مصرف لندن.

وحين يُنشيء مصرف في كَراكَس إيداعًا لدى مصرف لندني. يكون مصرف كَراكَس بمثابة المقيم خارج المنطقة المصرَّحة على اعتبار أن فنزويلاّ بلد لا يبلِّغ مصرف التنظيمات الدُّولية معلومات هامة.

وحين يحقق مصرف لندني إيداعًا لدى مصرف آخر في لندن. يكون المصرفان مقيمان في المملكة المتحدة.

ولنُعيِّن المصطلحات:

ق ١ = إقامة في البلد المصرَّح.

ق ٢ = إقامة في المنطقة المصرَّحة.

ق ٣ = إقامة خارج المنطقة المصرَّحة.

إن جميع العمليات بالنقود الأوربية تتحقَّق مع مصارف (م) أو مع غير المصارف (غ م). وتكون غير المصارف مثلاً مشاريع صناعية أو تجارية. وتُسمَّى العمليات التي تتحقَّق مع المصارف عمليات بَيْمصرفية.

أما العمليات التي تتحقَّق بين مصرف وغير مصرف فتُسمَّى عمليات وسيطة. وتنسيق الوظيفتين البيمصرفية والوسيطة مع أنواع الاقامة الثلاثة يؤلِّف سوق النقود الأوربية. ولهذه السوق حجمان: **حجم صافٍ** و **حجم إجمالي**. وقد يُفتَرض حجم ثالث تُمكن تسميته **حجمًا إجماليًا - إجماليًا**. ويحاول التعداد، من الناحية الاحصائية، إعطاء صورة تقريبيّة للحجمين الصافي والاجمالي.

ق ٣ – غ م ق ٣ – م ق ٢ – غ م ق ١ – غ م ق ٢ – م ق ١ – م

حجم صافٍ

حجم إجمالي

حجم إجمالي – إجمالي

أمثلة :

ق ٣ – غ م : ناتويست يعمل مع مشروع في كَراكَس.

ق ٣ – م : ناتويست يعمل مع مصرف في كَراكَس.

ق ٢ – غ م : ناتويست يعمل مع سايمنس في ميونيخ.

ق ١ – غ م : ناتويست يعمل مع البريتش غاز كوربوريشِن في لندن.

ق ٢ – م : ناتويست يعمل مع البنك ناسيونال ده پاري في باريس.

ق ١ – م : ناتويست يعمل مع لويْدز بنك في لندن (والمفروض هنا أن يكون ناتويست مقيمًا في لندن).

وتوضِّح هذه الأمثلة مفهومَي الحجم الاجمالي والحجم الصافي للسوق الأوربية. ويُوضح معياران تعريفيّان هذين المفهومين:

- الانتسابُ إلى المنطقة المصرَّحة.
- فئةُ العنصر الاقتصادي : مصرفي أو غير مصرفي.

ويَقيس الحجم الصافي حالات الدفق المسيَّرة بواسطة المصارف المصرَّحة من «**الموارد الأساسية**» إلى «**التثميرات النهائية**».

وتعمل كموارد أساسية وتثميرات نهائية :

– المصارف المصرَّحة في حال تسييرها رؤوسَ أموالٍ من السوق الوطنية شطر السوق الأوربية (موارد) ، أو استعمالها رؤوسَ أموالٍ من السوق الأوربية في السوق الوطنية (تثميرات) ، ويأخذ هذا التسيير الشكلين التاليين :

– لناحية الموارد ، شكل تحويل العملة الوطنية إلى عملة أجنبية ، وتحويل العملة الأجنبية المستحصَلة لدى مصارف مصرَّحة في بلد إصدار العملة المقصودة .

– لناحية التثميرات ، شكل تحويل العملة الأجنبية إلى عملة وطنية أو تحويل موارد بالعملات الأجنبية مؤمَّنة لمصارف أخرى مصرَّحة من بلد إصدار العملة المقصودة .

– المؤسسات النقدية الرسمية للمنطقة المصرَّحة ،

– القطاع غير المصرفي مهما كان نوع المنطقة ،

– المصارف المركزية والمؤسسات غير المصرفية و المصارف التجارية في المنطقة ٣ .

وهكذا نكون قد بيّنّا :

– أن جميع المصادر «الواردة» وجميع التثميرات «الموجَّهة» إلى قطاعات المنطقة ٣ تُعتبر «أساسية» و «نهائية» ،

– أن عرض وطلب القطاع غير المصرفي والمصارف المركزية أو السلطات النقدية الرسمية يُعتبران «مصادر أساسية» و «تثميرات نهائية» أيًّا كان نوع المنطقة ،

– أن القطاع المصرفي لا يُعتبر «أساسيًا» و «نهائيًا» إلا خارج المنطقة المصرَّحة. أي القطاع المقيم في المنطقة ٣.

– أن القطاع في المنطقة ٢ يُعتبر «أساسيًا» و «نهائيًا» عندما يتعلّق الأمر بسوق العملة التقليدية. مثال: يشتري البنك ناسيونال ده پاري في باريس دولارات مقابل فرنكات من سوق القطع. مثال معاكس: يُؤمِّن البنك ناسيونال ده پاري في باريس ماركات ألمانية للمصرف الألماني في ألمانيا الفدرالية.

ويكون حجم الايداعات بين المصارف صافيًا في حال الاحتفاظ بهذه الايداعات من قبل مصارف مقيمة في بلدان تبلِّغ معلومات إلى مصرف التنظيمات الدُّولية. فعاملة بين مصرف في المنطقة ٢ (زوريخ) وآخر في المنطقة ٣ (ساو پاولو) لا تُعرَّف كعملية بين المصارف لأن مصرف ساو پاولو لا يدخل ضمن المنطقة المصرَّحة. كما لا تُحسم تضعيفات القيد البيمصرفية إلّا إذا وردت من مصارف المنطقة ٢. فالعمليات بين المصارف. إذن. لا تُحسم من الحجم الصافي للسوق الأوربية. وما يُحسم من الحجم الاجمالي للحصول على الحجم الصافي يشمل فقط المعاملاتِ بين مصارف في المنطقة المصرَّحة. وينتج من ذلك أن حجم العمليات البيمصرفية أو عمل خلق النقود للمصارف الأوربية لا يقيَّمان بالفارق البسيط بين الحجم، يحسم منه إجمال الحجم الصافي.

والحجم الصافي هو تقدير لمجموعتين إحصائيَّتين تتضمَّنان «استحقاقات القروض بالعملات الأجنبية المجمَّعة بواسطة المصارف الأوربية المحصيَّة»:

– في ما يتعلق بالموارد، هنالك :

– الموارد المؤمَّنة بواسطة مصارف المنطقة ٣ وغير المصارف أيًّا كانت مناطقها.

– المصادر الواردة بتحويل العملة الوطنية إلى عملة أجنبية.

– المصادر بالعملة الأجنبية المحصَّلة لمصارف المنطقة ٢ لدى مصارف من المنطقة نفسها لبلد إصدار العملة المعنيَّة،

– المصادر الواردة من مؤسسات النقد الرسمية.

– في ما يتعلق بالتثميرات، هنالك :

– الموارد المؤمَّنة للمصارف ولغير المصارف في المنطقة ٣.

– الموارد المؤمَّنة لغير المصارف أيًّا كانت المنطقة.

– التثميرات الناتجة عن تحويل العملة الأجنبية إلى عملة وطنية.

– الموارد بالعملة الأجنبية المؤمَّنة بواسطة مصارف المنطقة ٢ لمصارف من المنطقة نفسها لبلد إصدار العملة المعنيَّة. مثال : الكريدي ليونيه في باريس يؤمِّن ليرات استرلينية لهامبروس في لندن.

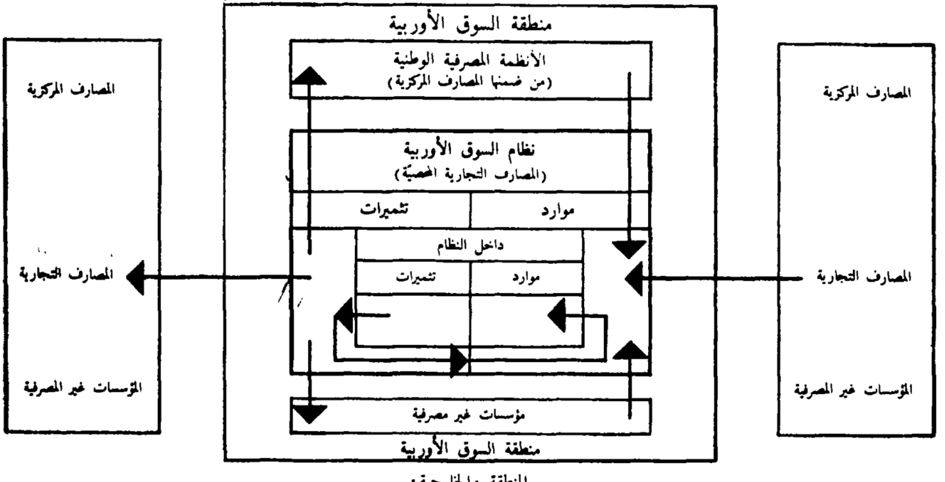
ويشمل الحجم الصافي لسوق النقود الأوربية نوعَين من العملات البيمصرفية في المنطقة ٢ (أو المنطقة المصرِّحة) :

– المعاملات التي تنطوي على عملة وطنية لأحد الفريقين : سوق النقد الأجنبية،

– المعاملات التي تنطوي على عملة وطنية للسوق التقليدية : سوق القطع.

عمليات غير متناسقة. – إذا ما حقَّق مصرف في ألمانيا الفدرالية إيداعًا في سوق المارك الأوربية في باريس. تنتج عن هذه العملية في مصرف باريس زيادة في الالتزامات بالعملة الأجنبية. فمصرف باريس لديه التزام بالعملة الأجنبية. بينما لدى المصرف الألماني قرض بالعملة الوطنية هو. تحديدًا. خارج عن سوق النقود الأوربية. وتفسِّر حالات عدم التناسق إمكانية حصول تبايُن بين موجودات السوق الأوربية والتزاماتها. ولا توجد علاقة فورية بين زيادة الايداعات الأوربية وزيادة القروض الأوربية. وإن مصرف باريس ليستطيع، بواسطة هذا الايداع بالمارك الألماني، تغطية مشترى فرنكات من سوق القطع أو – ضمن تنظيم القطع في فرنسا وألمانيا الاتحادية – شراء أسهم من السوق النقدية الأوربية. وبالرغم من ان المصرف يتصرَّف بالتزام بالعملة الأجنبية، فانه لا يقوم بأي عملية تتعلّق بالسوق الأوربية. وتُقاس سوق النقود الأوربية، تحديدًا، بالالتزامات بالعملة الأجنبية لمصارف البلدان العشرة التي تُصرِّح لمصرف التنظيمات الدَّولية. والحجم الصافي يُعطي صورة أمينة للسوق، لكنه لا يُظهر فعَّالية العمليات بين المصارف. وقد يكون هذا الحجم تقريبًا إقتصاديًا وحقيقيًا للسوق الأوربية أكثر منه تقريبًا مصرفيًا للعمليات بالنقود الأوربية. وقد نُجبَر أحيانًا، من الناحية الاحصائية، إلى أنْ نأخذ بعين الاعتبار، العمليات الحاصلة بعملات هي ملك لأحد الفريقين المتعاقدين، المُقرض منهما والمستلِف. فعندما يعطي مصرف لندني قرضًا بالدولارات مصرفًا في نيويورك، يحصل على دين **بالعملة الأجنبية**، فيما يستدين مصرف نيويورك **بعملة وطنية**. وتنجم من سوق الدولارات الأوربية، بالتالي، زيادة في الحجمَين الاجمالي والصافي

ترسيمة التثميرات والموارد لنظام السوق الأوربية الإجمالي



للسوق من ناحية التثميرات والضغوط على رفع معدلات الدولار الأوربي، مع أنه، تحديدًا، خارج عنها.

نحن، إذن، مضطّرون إلى الأخذ ببعض الحالات – الحدود، وإلى فحصها.

وتنتج الحالات – الحدود من مصدرين متميِّزين، فهناك:

١ – حالات تعطي **صورة مبالغًا فيها** عن حجم السوق الأوربية لأنه من المستحيل، كما يبدو، إستثناؤها من القيود المجمَّعة المتعلِّقة بموجودات المصارف الأوربية والتزاماتها. وهذه الحالات – الحدود من فئتين:

١.١ – حالات حدود ليست بعمليات أوربية ولكنها، تحديدًا، من السوق الأوربية.

١.٢ – وحالات حدود ليست بعمليات أوربية، كما انها ليست، تحديدًا، من السوق الأوربية.

٢ – وحالات تعطي **صورة ناقصة** عن حجم السوق الأوربية لأنها ليست مستثناة، تحديدًا، من السوق، مع أنها تتقارب والعملية المصرفية الأوربية الحقيقية.

بعض أمثلة توضح كلاً من الحالات:

١.١ – يُنشيء ناتويست إيداعًا لدى بنك أوف أميركا في سان فرنسيسكو، فيحصل على دين أوربي. ومع أن الايداع عمليًا لم يعد موجودًا في السوق الأوربية، غير أنه يغدو دومًا، بحسب التعريف، دينًا أوربيًا. وبما أن السوق الأوربية هي هنا مقاسَة بالديون الأوربية، فسوف

يكون حجمها مبالغًا فيه .

١ . ٢ – يحمل ناتويست سندًا على خزينة الحكومة الفدرالية الألمانية أو يتمتع بمال خزينة ضمن حساب غير مكافإ لدى السوسيته جنرال في باريس . إن هذه الديون تُنشيء عمليات مألوفة بين الأسواق الوطنية ولا تتأتى عن نشاطات بَمصرفية . ومع أنها ليست ، تحديدًا ، من السوق الأوربية ، يبدو أنه من الصعب عدم الأخذ بها في الاحصائيات ، مما يجعل حجم السوق الأوربية مبالغًا فيه .

٢ – يملك ناتويست ، في لندن ، إيداعًا بالاسترليني في باريس لدى الكريدي ليونه . فان سجَّل الكريدي ليونه هذا الايداع كالتزام أوربي (وكان في الامكان مكافأة هذا الايداع بمعدل الاسترليني الأوربي لو أنه سُمح لناتويست بتنفيذ هذا الايداع) ، فان ناتويست ، بالمقابل ، يكون غير مالك لدين أوربي ، لأن الايداع يمثل له عملة وطنية . ومع أن هذه العملية تتم في سوق الاسترليني الأوربي ، فهي لا تُنشيء ، تحديدًا ، نشاطًا مصرفيًا أوربيًا ، فتعطي بالتالي صورة ناقصة للسوق الأوربية .

وتُعرَّف سوق النقود الأوربية وتُقاس بعد أن تؤخذ بعين الاعتبار المركّبات الثلاثة التالية :

١ – **الالتزامات الخارجية بالعملة الأجنبية** ، أي الوضع تجاه غير المقيمين ،

٢ – **الوضع بالنقود تجاه المقيمين** ،

٣ – «**التثميرات**» و «**الموارد**» و «**الحالات – الحدود**» المبيَّنة سابقًا .

إن العمليات بين المصارف في المنطقة المصرَّحة ، مضافةً إلى الحجم

الصافي ، تؤلّف الحجم الاجمالي للسوق . وإن الحجم الصافي يقوّم سوق الموارد الأساسية بالتثميرات النهائية . وفيما تشير تغيُّرات الحجم الصافي إلى تقدير للقرض الدُّولي . تشير تغيُّرات الحجم الاجمالي إلى إعادة توزيع للموارد المالية المصرفية الأوربية . وتعطي الاحصاءات صورة مكبَّرة بعض الشيء للنشاطات المصرفية بمعناها الحصري . كما تعطي صورة مبالغًا فيها للمصارف على انها «مقرضة نهائية» و «مستلفة أساسية» وذلك :

- لأن الموجودات والالتزامات تجاه القطاع المصرفي تشمل الأوضاع تجاه المؤسسات النقدية الرسمية ،
- لأن موارد المصارف السويسرية تشمل موارد القطاع غير المصرفي بالحسابات الائتمانية ،
- لأن الموارد المسيَّرة بواسطة مصارف المنطقة ٣ والواردة أساسًا من القطاع غير المصرفي تعمل كـ «موارد أساسية» ، وكذلك التثميرات تعمل كـ «تثميرات نهائية» .

تُقاس سوق النقود الأوربية ، في اختصار ، **بالموجودات والالتزامات بنقود المصارف الأوربية ، وهي موجودات والتزامات منطقة الدول الحِصيَّة التي تمثّل ديونًا وقروضًا تجاه غير المقيمين داخل المنطقة المصرِّحة .** وقد تعطي حالاتُ ضبطٍ تأخذ بعين الاعتبار الوضع بالنقود تجاه المقيمين في البلد المقصود وحالاتُ حدود سبق ذكرها ، صورةً أصحّ للسوق . أما بالنسبة للحجم الاجمالي – الاجمالي ، فيُعرَّف بواسطة الحجم الاجمالي مضافة اليه الالتزامات بين المصارف عندما تكون هذه المصارف مقيمة في البلد نفسه . ويؤمّن بنك أوف إنغلَند حاليًا معلومات خاصة بهذه المعطيات بالنسبة للمملكة المتحدة . ومن خلال هذه المعطيات الشاملة قد

نصبح قادرين على تحديد الدرجة المثلى لتخصيص الموارد المصرفية الأوربية . وعلى تحليل دور سوق النقود الأوربية بالنسبة للأنظمة المصرفية الوطنية .

المعطيات . – لئن كان تصوُّر حجم السوق الأوربية واضحًا . إلا أن تفسيره الكمِّي يبقى أقل وضوحًا . ولا بد أن نصطدم بسلسلة مصاعب إحصائية سبق وفصَّلناها .

يحاول الجدول الخاص بالحجم الصافي للسوق الأوربية . والظاهر في ما يلي . أخذ العمليات بالنقود الأوربية بعين الاعتبار . وهذه العمليات نفسها قد لا تدخل . تحديدًا . ضمن تعداد مصرف التنظيمات الدُّولية . ولم تعد المعطيات . منذ العام ١٩٧٢ ، توافق تمامًا تلك المعطاة من قبل مصرف التنظيمات الدُّولية والتي لا تأخذ بعين الاعتبار . تحديدًا . نشاط المصارف الملتزمة في سوق النقود الأوربية وغير المصرَّحة . ولقد خفَّفت تسويات ارتفاع الاسعار من قلق تسجيل التطور السريع لنشاطات المصارف الأوربية في مراكز **تجارة السواحل** . ومع أن الجدول يبتعد نظاميًا عن التطورات السابقة . فهو يحاول إعطاء صورة مطابقة . ولو تقريبيَّة . عن الحجم الحقيقي لسوق النقود الأوربية .

٢ . – تحديد معدلات الفائدة في سوق النقود الأوربية

أ . – كيف تُحدَّد المعدلات الأوربية؟ تحدّد المعدلات الأوربية في حرية . وبمقابلة بسيطة بين ما هو معروض وما هو مطلوب في السوق . وتتغيَّر المعدلات من مصرف إلى آخر ومن ساعة إلى أخرى . إلا أن منافسة السوق ووضوحها يميلان إلى معادلة فروقات المعدلات المطبَّقة في مختلف

حجم سوق النقود الأوروبية ونموّها (الصافي)

	١٩٥٨	١٩٥٩	١٩٦٠	١٩٦١	١٩٦٢	١٩٦٣	١٩٦٤	١٩٦٥	١٩٦٦	١٩٦٧
بمليارات الدولارات	١،٥	٢،٥	٣،٥	٤،٠	٥،٣	٧،٠	٩،٠	١١،٥	١٤،٥	٢١،٠
النسبة المئوية		٥٨	٤٠	١٤	٣٣	٣٢	٢٩	٢٨	٢٦	٤٥

	١٩٦٨	١٩٦٩	١٩٧٠	١٩٧١	١٩٧٢	١٩٧٣	١٩٧٤	١٩٧٥	١٩٧٦	١٩٧٧ (م)
بمليارات الدولارات	٣٠،٠	٤٥،٠	٥٧،٠	٧١،٠	١٠٥،٠	١٥٥،٠	٢١٠،٠	٢٥٠،٠	٣٠٥	٣٥٠
النسبة المئوية	٣٣	٥٠	٢٧	٢٥	٤٨	٤٨	٣٥	١٩	٢٢	١٥

الحجم الاجمالي للسوق الأوروبية

١٩٧٠	١٩٧١	١٩٧٢	١٩٧٣	١٩٧٤	١٩٧٥	١٩٧٦	١٩٧٧ (م)
١١٥	١٥٠	٢٠٠	٣٠٥	٣٧٠	٤٥٥	٥٥٠	٦٠٠

(المصادر : التقارير السنوية لمصرف التنظيمات الدّولية والاسواق المالية في العالم . لمورغان غارنتي ، بمليارات الدولارات ، م = مؤقت)

المصارف العاملة في السوق. ويُعبَّر عن المعدل بالنسبة المئوية السنوية. وتتدرَّج فئات الاستحقاق من الايداعات اليومية إلى الايداعات الأسبوعية، فالشهرية. فالفصلية. فالنصف سنوية. فالسنوية وإلى الايداعات لأكثر من سنة. وتُحدَّد معدلات الاستحقاق البعيدة الآجال بالتفاوض. وتُتَّبعُ وتمارس الاستحقاقات نفسها في القروض. أما قواعد معدلات القروض الأوربية فتظهر أكثر تكلفًا لأن عليها ان تأخذ بعين الاعتبار يَسار المستلِف. وتعكس معدلات سوق النقود الأوربية مباشرة. خلافًا لبعض الأسواق الوطنية – حيث يُمكن أن لا تعكس نفقة القرض قابلية الموجودات بسبب التنظيمات الوطنية – مواردَ السوق المتيسِّرة. وهكذا يضفي العرض والطلب خاصيَّة **عامَّة**.

إن الانحرافات في المعدل بين المصارف العامل في مكان واحد أو بين عدة مراكز للسوق الأوربية. تميل إلى التعادل نتيجة سرعة اعطاء التعليمات. وتدور المعدلات حول معدل أساس يدعى **ليبور** أو **معدل لندن البيمصرفي المعروض**. و يمثل الليبور المعدل المَرجع لسوق النقود الأوربية. وهو المعدل الذي تَمنح على أساسه مصارف لندن من الفئة الأولى. لنفسها. وبالتبادل. قروضًا بالدولارات لستة أشهر.

ويساوي معدل القروض الليبور مضافًا إليه حدّ معين (سپريد). وبينما يُحدَّد معدل فائدة الايداعات بواسطة لعبة العرض والطلب، يعيَّن هذا السپريد بحسب علامات المصرف مع زبونه، ووضع سيولة السوق، ومنزلة المستلِف. ومجال هذه الحدود واسع جدًا يختلف بين أقل من ١٪ للامضاوات الأولى وأكثر من ٣٪ لمستلفي البلاد المتخلفة. وترتبط هذه المعدلات بعوامل كثيرة، منها:

– مستوى المعدلات الوطنية للفائدة في حال وجود حرية تامة لتحركات رؤوس الأموال بين السوق الأوربية والسوق الوطنية المقابلة لها .

– أهمية المصرف .

– يَسار المستلِف .

– نفقة القرض التتابعي .

– الوضع الاقتصادي والسياسي للبلد المستلِف .

– مدة القرض ومبلغه .

– قدرة التفاوض بين الفريقين المتعاقدين .

– المنافسة بين المصارف .

– شروط استهلاك الدين ،

– أهمية الهيئات النقابية .

– قابلية القرض التتابعي .

وهذا الحد (السپريد) هو ، جزئيًا ، قياس المخاطرة . فالقروض ليست مضمونة ، وعلى المصرف تأمين علاوة مخاطرة تحميها من عجز محتمل للمدين . وفيما يتغيَّر معدل الفائدة وفقًا لشروط السوق ، يبقى الحد ثابتًا طوال مدة القرض إلا في حال وجود بند تسوية مشتَرط في العقد . وهكذا ، غدت التقنية الشائعة في إدخال حدود متغيِّرة . وقد يزيد بعض الحدود او ينقص . أما الحدود العملية الأكثر شيوعًا فهي تلك المغيِّرة بمعدل تصاعدي ، فيكون هذا المعدل مثلاً ٨/٣٪ في السنتين الأوليين ، و ٨/٥٪ في السنة الثالثة ، الخ ... وهنالك صيغ أخرى لتحديد الحدود

تجعلها كدالّة متناقصة لطول مدد الاستحقاقات ، ويُفسَّر هذا في كون المخاطرة تخف بالتتابع مع الاستهلاكات. ولقد أدَّت حالات المخاطرة المتزايدة والمتعلقة باستلافات البلدان المتخلفة إلى توسيع في السپريد خلال السنوات الماضية. وانتقل حد مستلفي الفئة الأولى من ٣/٨ ، في عام ١٩٧٤ إلى ١ فأكثر من ١ ، في يومنا هذا. كما اضطُّرت بلدان إفريقيّة إلى دفع حدود تتعدّى أحيانًا الليبور بثلاث علامات. ويحدث أن يُنقَّص الحد أحيانًا ، وذلك رغبة في صون اعتبار أو تفاديًا لدعاية إجحاف بحق المستلِف. والسپريد يعطي فعلاً ، كما يعطي التقويم في الولايات المتحدة ، سعرًا للامضاء ، فيُنقَّص (وهو حدّ معروف علانية) ، ثم يُعوَّض عنه بزيادة في التكليف (وهو غير معروف ضرورةً). ولا يوجد سلّم موحّد للحدود ، فالسپريد يُحدَّد بحسب المصرف وبحسب المستلِف. ولقد مالت الحدود في عام ١٩٧٣ وبداية عام ١٩٧٤ لصالح المستلِف. أما اضطراب أسواق القطع والأزمات المصرفية في أوربا والولايات المتحدة فقد زاد ، منذ الفصل الثاني من عام ١٩٧٤ ، من حجم حالات المخاطرة مما جعل المصارف الدُّولية أكثر حرصًا في سياستها الاقراضية. ولقد توسَّع الحد ، بالتالي ، ومال إلى مصلحة المقرضين.

وعليه ، تتألف نفقة الاستلاف بالنقود الأوربية من :

- الليبور أو المعدل الأساس ،
- السپريد أو الحد ،
- التكليف.

ويُحدَّد العقد معدل الأساس المأخوذ به بذلك المعدل المعمول به في المصارف المراجع ، ويطبَّق على إيداعات يكون نوع عملتها محددًا سابقًا ،

وكذلك يوم وساعة إيداعها. وإذا ما اختلفت المعدلات بين المصارف المراجع، يُحسب المعدل على أساس متوسّطها، بزيادة ١/٨٪ عادة. وقد يؤدي اختيار المصارف المراجع إلى بعض خلاف. ولقد أصبح زُبُن المصارف الأوربية فعلاً، ومنذ السنوات الثلاث الأخيرة، أكثر تكلُّفًا، كما جعل غيابُ وحدانية مطلقة لمعدلٍ مرجعٍ بيمصرفيٍّ عمليةَ اختيار معدل أساس مقبول سلفًا أصعبَ مما كانت عليه سابقًا. وينشئ التكليف، وهو على عاتق المستلِف، عنصرًا مهمًا في نفقة العَرض وعنصرًا آخر في المردودية المصرفية الأوربية. ويتألف التكليف من ثلاثة انواع عمالات:

– **عمالة الالتزام** الواجبة على الحصة الاجمالية للقرض غير المسحوبة خلال الفترة الزمنية التي يظل فيها القرض متيسرًا (**فترة إغلاق السحب**)، ويُلغى القرض غير المستعمل إجمالاً، في نهاية الفترة، كما تبدو الصيغة لينة ما دام المستلِف يتصرف بقرض والمُقرِض يقبض عمالة عدم سحب،

– **عمالة الادارة** المدفوعة إلى المصرف المكلَّف بتجهيز القرض (**المصرف المدير**)، وهي قلّما تستعمل، وتُمكن قسمتها بين مديرين مساعدين مشتركين في النقابة الدُّولية،

– **عمالة المشاركة** وهي تتناسب والحصص النقابية، تُدفع إما بتاريخ توقيع العقد وإما عند سحب القرض.

تُحدَّد معدلات الفائدة في سوق الدولارات الأوربية بمعدلات سوق نقد نيويورك وبسعر العملة الأميركية في اسواق الصرف. ويخضع تأثير معدلات الفائدة الوطنية لدرجة الرقابة على النقد بين السوق الوطنية والسوق الأوربية المقابلة لها، ولشتّى أنواع العوائق والتنظيمات الوطنية التي

تسهم في تعطيل الترحيل الحرّ لرؤوس الأموال. وهكذا، تنشأ الضغوط الخارجية للمعدلات الأوربية إما عن الولايات المتحدة وإما عن اسواق الصرف الدُّولية. وبعد أن ذكرنا هذين الأساسين، يحسن بنا تقدير دورهما في تحديد معدلات السوق الأوربية.

تقع المعدلات، في فترة اليُسر النقدي العادية، تحت التأثير المشترك للمعدلات الوطنية في أوربا والولايات المتحدة. ويُمكن استخلاص ميزات خاصة بالسوق الأوربية في ما يختص بتحوُّل المعدلات المقسَّمة بحسب تاريخ الاستحقاق، ونوع العملة، وقيمة المبلغ. ولا مجال هنا لعرض مثل هذه الدراسة.

وفي فترة الضيق النقدي في الولايات المتحدة، تخضع الدولارات الأوربية لضغوط قوية تعكس عدم توفّر مصادر سائلة في السوق الأميركية الداخلية، ومن هنا استدانة المصارف الأميركية من فروعها وشُعبها في الخارج.

أما في فترة التقلب في أسواق الصرف، فان معدلات النقود الأوربية، والتي تمثل قطاعًا محدودًا من السوق الأوربية، تتكيَّف وتحوّل سعر العملات.

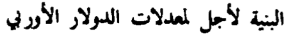
والمعدل هو دالّة سيولة السوق. ومرونة العرض والطلب تحرِّك المعدلات حول معدل مدير هو معدل الدولار الأوربي لستة أشهر. ويفيد هذا المعدل كأساس للمقارنات الدُّولية. ولربما كان من المستحسن الالحاح على البنية لأجَل. لمعدلات السوق الأوربية (١).

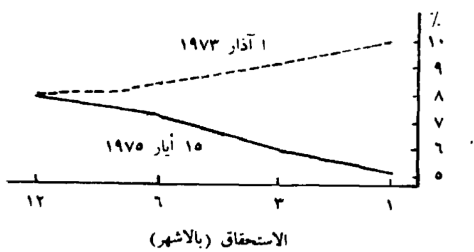
(١) ومن الدراسات الأولى الصادرة في هذا الصدد: البنية – لأجَل لمعدلات الدولار الأوربي. مصرف الاحتياطي الفدرالي في كليفْلند. **مجلة شهرية**. نيسان ١٩٧٠.

٢ . **البنية لأجَل لمعدلات الدولار الأوربي** . – تُظهر البنية . عادة . أنه كلما بعُد أجل الاستحقاق ارتفع معدل الفائدة . وتصبح معدلات الايداعات لأجل بعيد في فترة التضخم أنقص من معدلات الايداعات لأجل قصير ، وعلى العكس من ذلك . تصبح المعدلات لأجل قصير في فترة انخفاض معدلات الفائدة أنقص من المعدلات لأجل طويل .

وقد يُفسَّر بعض التحوُّلات الموسميّة بدوافع إبراز الميزانية التي تفضي بالمصارف إلى التعاقد على سلفاتٍ قبيل الاعلان عن الحسابات . وتُصفّى الأوضاع بالنقود على الأساس اليومي حتى حدِّها الأقصى . كما تُحمل السلفات إلى استحقاقات أقصر مدى . تكون عادة لشهر واحد . ومن الممكن تقدير حدَّة ضغوط آخر السنة المرتبطة بدافع إبراز الميزانية (**فن الترتيب والعرض**) بواسطة الفارق بين معدل الدولار الأوربي لشهر واحد ولستة أشهر . ويميل هذا الفارق إلى التقلّص ممّا يُفسِّر كثرة الطلب على الدولار الأوربي لشهر ، وبالتالي ، ارتفاع هذا المعدل في نهاية السنة .

كما تُمكن ملاحظة **ردَات فعل المؤسسات** التي تغيِّر البنية بالاستحقاق لمعدلات السوق الاوربية . وهكذا تيسَّر . قبيل عطلات نهاية الاسبوع . تسجيلُ ضغوط للارتفاع على الايداعات اليومية ، لأن المصارف الاميركية في الولايات المتحدة كانت تستفيد من تغييرات أنظمة التوقيت بين لندن ونيويورك . وتتحايل بمُهل مقاصَّة الحوالات المصرفية المتعلقة بالتغطية للاحتياطي الفدرالي . أما اليوم . فتميل ردَّات الفعل إلى الاستهلاك بسبب حجم سوق **فائض الليل** (٢٠ ٪ من مجموع قطاعات استحقاق السوق الأوربية) . وبسبب اضطرار المصارف التجارية في الولايات المتحدة إلى إنشاء احتياطي جبري على التزاماتها بالدولارات الأوربية .





إن البنية لأجل ـ لمعدلات سوق الدولار الأوربي تتميَّز بالفصل بين تحوّلات المعدلات الطويلة الأمد وتحوّلات المعدلات القصيرة الأمد في فترة التضخم.

ومهما كانت جانبية الدورة ـ فان المعدلات الطويلة والقصيرة الأمد تنمو في الاتجاه نفسه ولكن ليس في النسبة نفسها.

وفي فترة الحركة التصاعدية للمعدلات ـ في أول آذار ١٩٧٣ مثلاً ـ فاقت المعدلات القصيرة الأمد تلك الطويلة الأمد. أما في فترة الحركة التنازلية ـ في ١٥ أيار ١٩٧٥ مثلاً، فقد فاقت المعدلات الطويلة الأمد تلك القصيرة الأمد.

يُمكن تقريب البنية لأجل لمعدلات الدولار الأوربي من البنية بالاستحقاق لسوق النقود الأوربية (مراجعة صفحة ٣٠)، ونلحظ بمقابلة البنيتين أن المعدلات القصيرة الامد تزيد ـ في فترة التضخم ـ على المعدلات الطويلة الأمد، وأن سوق الدولارات الأوربية لأجَل جد قصير تسجل نشاطًا. كما انه، على العكس من ذلك، وفي فترة انخفاض معدلات الفائدة، تعود جانبية المعدلات إلى وضعها العادي، فتزيد

المعدلات الطويلة الأمد على المعدلات القصيرة الأمد وتميل رؤوس الأموال لأجَل جد قصير إلى الجمود لاستحقاقاتٍ أطول مدى.

ولو نحن جمعنا هذه الملاحظات وجعلناها شاملة لتوصّلنا إلى أن التضخم يُسبِّب اعوجاجًا في البنية لأجَل لمعدلات الفائدة. وتتجلّى حالات الاعوجاج بتلك الفوارق غير العادية بين المعدلات القصيرة الأمد وتلك الطويلة الأمد. وهي تُفسَّر: بتحويلات بين فئات الاستحقاق لمصلحة الأجل القصير. وبحالات عدم تثمير إجمالية على الالتزامات لاستحقاقات طويلة الأمد. والملاحظ أنه، كلما نشط التضخم قصُرت الاستحقاقات، وأنه، كلما ارتفعت معدلات الفائدة قصد المثمّرون التثمير القصير الأجل. تعكس حركات رؤوس الأموال. بالتالي ومباشرة. حذر المديرين من الالتزام لأجل طويل لأن التضخم يُجازي هذا الالتزام أكثر مما يُجازي الالتزام لأجل قصير.

ويقدّم التضخم علاوة مكافأةٍ للتوظيفات لأجل قصير. ويُنقص قيمة المملوكات المالية المجمَّدة لأجل طويل. ويغيِّر طريق التثميرات الطويلة الأجل ويجذبها نحو التوظيفات القصيرة الأجل والأكثر مُضاربةً. ويساعد التضخم، إلى هذا، في زيادة سرعة دفقات النقود الأوربية لأجل قصير وفي توسيعها. وهو أحد الأسباب الأساسية لعدم استقرار النظام المالي الدُّولي ولتحركات رؤوس الأموال المضطربة. حتى لو كانت هذه الرساميل تُقوِّي، بدورها، حالة عدم الاستقرار هذه بفعل نتيجة ثانوية.

٣. يُحدَّد معدل العملات الأوربية بمعدل الدولار الأوربي، وبسعر هذه العملات النقدي، ولأجل، في أسواق الصرف. ولنأخذ مثلاً

عدديًا :

– معدل الدولار الأوربي لستة أشهر : ٨٧٥ . ٥ ٪

– سعر المارك الألماني نقدًا (**معدل العرض**) : ٩٣٦ . ٣ د .

– سعر المارك الألماني لأجل (**معدل الطلب**) : ٩٨٢ . ٣ د .

فعلى أي معدل يُسعَّر إيداع ١٠٠٠٠ مارك ألماني في السوق الأوربية ؟

إن نحن حسبنا ، نجد :

أ – مبلغ الدولارات المحصَّلة ببيع المارك الألماني نقدًا . ٩٣٦ . ٣ د .

ب – مبلغ الأساس والفوائد المحصَّلة بتوظيف الدولارات على معدل السوق الأوربية . ٨٧٥ . ٥ ٪ :

$$\frac{٥ . ٨٧٥ \times ٣ . ٩٣٦}{٢ \times ١٠٠} + ٣ . ٩٣٦ = ٤ . ٠٥١ \text{ د} .$$

جـ – نفقة تغطية ٠٥١ . ٤ د المبيعة لستة أشهر مقابل المارك الألماني .

$$\frac{٤ . ٠٥١}{٣ . ٩٨٢} = ١٠ \; ١٧٣٣ .$$

د – يكون معدل المارك الأوربي إذن مساويًا لـ :

$$\frac{١٠ \; ١٧٣ - ١٠ \; ٠٠٠}{١٠ \; ٠٠٠} \times \frac{٣٦٠}{١٨٢} = ٠ . ٠٣٤٢ \text{ أو } ٣ . ٤٢ \% .$$

(إذا كانت لدينا المعطيات التالية للاسترليني. سعر الشراء نقدًا (العرض - الجاهز): ٨٢٩٠. ١ د. سعر المبيع لأجَل (العرض - لأجَل): ٧٨٠٣. ١ د. يُسعَّر إيداع ١٠ ٠٠٠ استرلينية كالتالي: أ = ١٨٢٩٠. ب = ١٩٨٢٧. جـ = ١٠٥٧٥ و د = ١١ ٪.)

٤. وتثبت دراسات في الاقتصاد الكمّي (١) أن زيادة علامة واحدة مئوية في المستوى العام لمعدلات الفائدة تؤدي: إلى زيادة أعلى من الزيادة النسبية في معدلات سوق الدولارات الأوربية عندما تكون المعدلات الدائنة على الايداعات لأجَل محدودة. وإلى زيادة أقل من الزيادة النسبية عندما لا يكون هنالك تأثير للتنظيم Q .

وينتقل التأثير القادم من الولايات المتحدة. وفي الوقت نفسه. بواسطة المعدلات وطلب الدولار الأوربي الاجمالي من قبل مصارف الولايات المتحدة. ويُظهر اختبارا عامَي ١٩٦٦ و ١٩٦٩ **أهمية أثر النقل الدُّولي لمعدلات الفائدة**. ولقد كان يرافق تحديد المعدلات الدائنة في الولايات المتحدة غلاءٌ في سعر المال. وفيما غدا امتلاك موارد من السوق الداخلية أصعب فأصعب، كانت المعدلات ترتفع إلى مستويات لم تبلغها قط. وقد ارتفع معدل الورقة التجارية لأربعة أشهر إلى ما يقارب الـ ٢٠٠ علامة. وانتقل معدل الكمبيالات المصرفية من ٧٥، ٥ ٪ في عام ١٩٦٨ إلى ٦١، ٧ ٪ في عام ١٩٦٩. كما بلغ معدل الأموال الفدرالية حدًّا تاريخيًا هو ٢١، ٨ ٪، وارتفع معدل سندات الخزينة ١٣٤ علامة،

(١) ر. مارستُن. السياسة الأميركية للعملة وبنية سوق الدولار الأوربي. جامعة بنسلفانيا. ورقة المناقشة رقم ٢٤٥.

وهذا يمثل نسبيًا ، ونظرًا لأهمية السوق ، إرتفاعًا إستثنائيًا. والارتفاع العام للمعدلات الاميركية انتقل إلى السوق الأوربية حيث بلغت المعدلات مستوياتٍ لم يسبق لها مثيل. وخضعت معدلات الدولارات الأوربية لضغط مزدوج : ضغط النفقات ، وضغط الطلب. ولقد قارب الطلب على الدولارات الأوربية من قبل المصارف الاميركية مبلغ ١٥ مليار دولار في أيلول ١٩٦٩ ، وارتفع معدل الدولار الأوربي لثلاثة أشهر إلى ٣١ ، ١١٪.

٥. معدلات السوق الأوربية في فترة الاضطراب النقدي. – إن العلاقة بين معدلات النقود الأوربية وسعر هذه النقود في أسواق الصرف هي جد ضيقة. وتبقى ممكنةً الاشارةُ المتبادلة للمعدلات الأوربية ولسعر العملة الملائمة. ولو ظهر قياس ردات الفعل المقابلة دقيقًا بين المعدلات الأوربية والسعر النقدي ولأجَل للعملة المقصودة. والعملات التي تنخفض قيمتها عامة – أي العملات التي ينخفض سعرها الذي هو لأجَل عن سعرها النقدي – تعطي معدل فائدة مرتفعًا في السوق الأوربية. فما العملات التي تزيد قيمتها – أي العملات التي يُظهر تطور سعرها ترحيلاً لأجَل – تُعطي معدل فائدة منخفضًا بعض الشيء في السوق الأوربية. وقد تساعد معلومات إحصائية دقيقة في إظهار اتجاه علاقة التحديد بين سعر العملة في أسواق الصرف ومعدّلها في السوق الأوربية. و معيار علاقة التبعيَّة الداخلية المرتبطة بالتحوّلات المتلاحقة للمتغيِّرات البيانيَّة.

وإن الانتقال الحر لدفقات النقود الأوربية ولتحركات رؤوس الأموال في أسواق الصرف يُمكِّن من جعل الترحيل وعدم مبادلة عملة مقابل أخرى مرتبطين مباشرة بتباين معدلها في السوق الأوربية. وتُعطي

العملات القوية معدلات أوربية محدودة . على العكس من ذلك ، تُعطي العملات الضعيفة معدلات أوربية معقولة . وتُعوِّض علاوةُ إعادة تقدير العملات القوية معدلَ فائدة محدودًا في السوق الأوربية . أما مخاطرةُ انخفاض قيمة العملات الضعيفة فتحجب معدلَ فائدة محترمًا في السوق الأوربية .

ويتأتّى الاندفاع ، في فترة الاضطراب النقدي ، من سوق القطع : إذ إن معدل صرف العملة يتحكّم بالمعدل الأوربي إذا كان القطاع المقابل للسوق الأوربية قليل الأهمية من ناحية الحجم بالنسبة لمجموع السوق الأوربية . وبما أن قطاع السوق الأوربية هو أضيق من القطاع الذي يقابله ، فانه يكون أكثر قابلية للانعطاب بالاحتكاكات الخارجية المنشإ . وبالتالي ، يكون تأثير سعر العملات على المعدل الأوربي المقابل أعظم .

ويُمكن التبعيةَ القوية لمعدلات عملة أوربية بالنسبة لعوامل داخلية المنشإ ، أن تساعد في حماية المعدل الأوربي من بعض اندفاعات خارجية المنشإ وصادرة عن سوق القطع . والعوامل الجوهرية ، التي تقوّي متانة المعدلات الأوربية تجاه اندفاعات المبادلة ، مرتبطة بشروط العرض والطلب في قطاع السوق الأوربية المقابل ، كما هي مرتبطة بعيوب السوق وبجميع أنواع التنظيمات أو القيود الرسمية أو العوائق الطبيعية التي تزيد انحرافات خط التكافؤ ، وهي تؤثر في قدرة التحويل وتُبعد التسعيرات لأجَل عن معدل فائدتها المتغيِّر في السوق الأوربية . إن هذه الحدود – وهي تحدِّد دون أن تمنع حرية انتقال موازنات التسعير – لا تبدو مُنشِئة لعائق بالنسبة لتسوية المعدلات الأوربية مع معدلات صرفها .

غير أن حجم قطاع السوق الأوربية يبدو عاملاً حاسمًا يُسهم في استهلاك الضغوط الواردة من سوق القطع.

إن معدلات العملات الأوربية ذات السوق الضيقة تخضع لحالات اندفاع المبادلة أكثر ممّا تخضع لها العملات الأوربية ذات السوق الخامة الحجم. وبتعبير آخر يظهر أن علاقة التحديد تذهب في الاتجاه الذي تحدِّد فيه المعدلات الأوربية معدلاتِ الصرف عندما تكون سوق هذه المعدلات الأوربية واسعة. وفي الاتجاه الذي تحدِّد فيه تحوّلاتُ الصرف المعدلات الأوربية عندما تكون السوق الأوربية المقابلة ضيقة.

وهكذا. تُبرز معدلات قطاع الدولار في السوق الأوربية – وهو قطاع يمثل. وحده. أكثر من ثلاثة أرباع المصارف الأوربية بالعملة الأجنبية – نوعًا من المتانة بالنسبة لتحوّلات سعر الدولار في اسواق الصرف. وإن ضيق قطاع معين في السوق الأوربية يزيد في حساسيّة معدلاته الأوربية بالنسبة لسعر العملة المقابلة في سوق القطع. وتكون معدلات العملات الأوربية أكثر تأثّرًا بتطور ربح التأجيل أو بدفع فروقات أسعار هذه العملات كلما كان قطاع السوق الأوربية المقابل ضيقًا بالنسبة لمجموع السوق الأوربية ولسوق النقد الوطني المقابلة.

وتشير معدلات سوق النقد في نيويورك. إلى مَيل عام تنتظم عليه معدلات الدولار الأوربي. وتميل تحوّلات سعر العملات في أسواق الصرف إلى إبعاد معدلات فائدة النقود الأوربية. مؤقتًا. عن هذا الميل. وقد تُدير قوى جَذب. في فترة عادية. المعدلات الأوربية حول الميل الأساسي للمعدلات الأميركية. فيما تُبعد قوى تنافر. في فترة مُضاربة، المعدلات الأوربية عن مستوى معدلات الفائدة في السوق المحلّية المقابلة. ويُصحِّح

حلُّ أوضاع المُضاربة الانحرافات المؤقتة ويُعيد المعدلات شطر مركز الثقل الذي تمثله سوق العملة المقابلة. وتَزيد تحوّلات معدلات الصرف الانحرافات. وكذلك تفعل التنظيمات الوطنية المختصة بدفقات التحكيم الخارجة والداخلة. وتميل هذه الانحرافات إلى أن تصبح محدَّدة بحجم قطاع السوق الأوربية وبحالات المتانة الحسيّة تجاه تحوّلات معدلات الفائدة. وتتّجه تحوّلات سعر العملات نقدًا وتوقّعات سعر العملات لأجل، لدى انعدام الاضطراب الحاد في أسواق الصرف، نحو تباين الفائدة في السوق الأوربية. والاندفاع الخارجي المنشإ، الوارد من سوق القطع، يؤثّر مؤقتًا، في أثناء فترة الأزمات النقدية، في المعدلات الأوربية. ويعود أثر الصدمة الخارجية المنشإ على المعدلات الأوربية إلى قدرة قطاع السوق الأوربية المختص على استهلاك هذه الصدمة. كما تعود هذه القدرة، بدورها، إلى حجم قطاع السوق الأوربية وإلى الحدود الحسيّة لليونة المعدلات، وإلى رقابة النقد.

الفصل الرابع

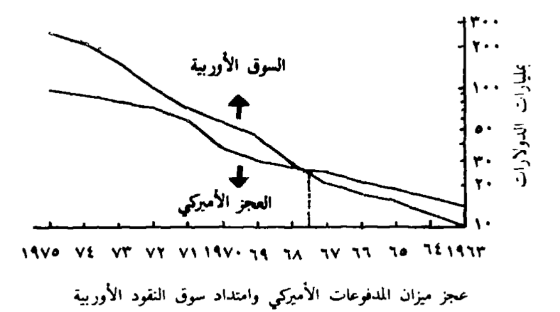
حركة خلق الدولارات الأوربيّة

يبدو ضروريًا ، لدراسة حركة خلق الدولارات الأوربية ، الاكبابُ مسبقًا على الفرضية القائلة بأن عجز ميزان مدفوعات الولايات المتحدة مرتبط مباشرة بتطور سوق الدولارات الأوربية.

١ . – هل هناك علاقة بين عجز ميزان المدفوعات الأميركي وتطور سوق الدولارات الأوربية؟

للاجابة على هذا السؤال ، سنقارن إحصائيًا بين تطوّر رصيد الميزان الاميركي ونموّ سوق الدولارات الأوربية. إن السؤال الحقيقي يجب أن يُطرح كما يلي : **إذا كانت السوق الأوربية تتعلّق بالميزان الأميركي ، فبأي فصل منه تراها متعلّقة**؟ وأيّ فصل من الميزان قابل لتغذية السوق الأوربية بالدولارات؟ فذهاب رؤوس الأموال إلى خارج الولايات المتحدة لا يستتبع **قطعًا** عجزًا أميركيًا. وقد تكون حالات خروج رؤوس الأموال منسجمة مع رصيد إيجابي ، خاصة إذا كانت معوّضة بفائض الحساب الجاري. فمن شأن حالات خروج رؤوس الأموال إذن أن تغذي السوق الأوربية عندما يكون الميزان فائضًا. وبعبارة أخرى ، قد لا تكون السوق الأوربية متعلقة بعجز ميزان المدفوعات الأميركي بل بذهاب رؤوس الأموال خارج الولايات المتحدة.

في عام ١٩٦٨ ، كان نموّ الايداعات بالدولارات الأوربية ٨ ، ٨ مليارات دولار في حين كان ميزان الولايات المتحدة إيجابيًا سواء على أساس السيولات أو على الأساس الرسمي. وقد سجّل ميزان رؤوس الأموال الخاصة للعام نفسه . دخلاً صافيًا لأكثر من مليار دولار. كما كان الميزان الاميركي . خلال العامين الأخيرين . فائضًا في حين كان تقدّم السوق الأوربية مذهلاً. وإن هذه الاثباتات توضح أن فصل **حالات الخرج الاجمالية** لرؤوس أموالٍ خارج الولايات المتحدة هو. في هذه الحالة. تصوّر أكثر موافقة من عجز الميوان الأميركي عمومًا.



عجز ميزان المدفوعات الأميركي وامتداد سوق النقود الأوربية

يمثل المنحنيان المخطوطان على مقياس نصف لوغاريتمي (متعلّق بعلم أنساب الأعداد) العجزَ المضموم إلى ميزان المدفوعات الأميركي على أساس السيولات . وتطوّرَ حجم سوق النقود الأوربية الصافي منذ عام ١٩٦٣ وحتى عام ١٩٧٥ .

ممَّ نتثبَّت هنا؟ نتثبَّت من أن حجم السوق الأوربية حتى عام ١٩٦٧ كان أنقص من العجز الخارجي الأميركي. ومما لا شك فيه أن العجز الأميركي أظهر تضخمًا في عرض الدولارات التي هي موضوع تثمير في السوق الأوربية. وفي أواسط عام ١٩٦٧ . إلتقى المنحنيان وتساوى حجم السوق والعجز الاميركي المضموم. أما بعد عام ١٩٦٧ . فقد غدا تدرّج تطوّر السوق الأوربية أعلى من النمو السنوي للعجز الاميركي الخارجي. ومنذ هذه اللحظة. يمكننا القول ان السوق الأوربية «انفصلت» عن ميزان مدفوعات الولايات المتحدة لتصبح. على حقّ. مستقلّة عنه. ثم يخفّ الارتباط تدريجًا حتى يبلغ الفارق أكثر من ١٥٠ مليار دولار عام ١٩٧٥ . كما يظهر أن المنحنيان يميلان إلى التقارب عام ١٩٧١ بالتأثير المشترك لتردّي الحسابات الخارجية الأميركية البالغ – والذي قاد إلى عدم القدرة على التحويل في آب ١٩٧١ – وللاضطراب الحاد في أسواق الصرف – الذي أدّى إلى تعويم المارك الألماني في العاشر من أيار. وإلى تأسيس سوق القطع المزدوجة في باريس في الثالث والعشرين من آب.

ويُظهر المنحنيان بوضوح أن سوق الدولارات الأوربية بلغت مرحلة من النضج تجعلها مستقلة فعلاً بالنسبة لعجز الولايات المتحدة الخارجي.

وإذا بدا مؤكدًا أن العجز الأميركي قد زوَّد بالدولارات أهم الدول الصناعية. مسهمًا بذلك في تغذية سوق الدولارات الأميركية. فلا شيء يثبت كون العجز الأميركي شرطًا لتطور السوق الأوربية. ويتلاقى ظهور السوق الأوربية زمنيًا والاشارات الأولى لتردّي توازن الولايات المتحدة الخارجي. ولقد كان العجز الأميركي من هذه الوجهة ملائمًا لعملية الخلق

في السوق الأوربية ، لكنه لم يكن ضرورةً لامتدادها . كما يتلاقى بعض سنوات الاتساع للقروض الأوربية مع فترات من حالات الفيض الأميركي الواسعة . فقد أنشأ العجز الأميركي الجو الملائم للسوق الأوربية دون أن يكون شرطًا أساسيًا لتطوّرها . وهذا يرجع في الحقيقة إلى حركة السوق الذاتية ، ولخلقها الداخلي للعملة وللترحيلات ضمن الدائرة البيمصرفية ، وهي تسهم اصطناعيًا في تضخيم حجم السوق . وكان من المحتمل أن تتطوّر السوق الأوربية بتواتر يختلف قليلاً عن ذلك الذي عرفته منذ السنوات العشر الأخيرة لو أن الميزان الخارجي للولايات المتحدة كان فائضًا . وتفيد الملاحظة إلى أن تطوّر القرض المصرفي الدُّولي كان أعلى بكثير من أرصدة عجز الولايات المتحدة المضمونة . نضيف إلى ذلك أن الدولارات المتجّهة نحو أوربا لا تتوجّه دومًا إلى السوق الأوربية . فهي تتحوّل أحيانًا إلى عملة وطنية في أسواق الصرف ، وقد توظّفها المصارف المركزية جزئيًا في الولايات المتحدة .

وتجب الاشارة أيضًا إلى أن وجود سوق نقد أوربي معين ليس مرتبطًا ضرورة بعجز ميزان مدفوعات البلد الذي يصدر العملة الوطنية المقابلة . والنمّو السريع جدًا للمارك الألماني هو مثل دامغ . إذ يُمثّل هذا القطاع اليوم أكثر من ١٥ ٪ من مجموع السوق الأوربية . فيما ميزان المدفوعات في ألمانيا الفدرالية فائض منذ زمن طويل .

٢ . – ظاهرة التضعيف والخَلق «النقدي» في السوق الأوربية

يُمكن درس الخلق «النقدي» في السوق الأوربية من زاوية عمليةِ تضعيف قيودٍ حسابيةٍ ، وظاهرةِ تكاثرِ الدولارات الأوربية . ولا بأس ، في الوضع الحاضر لبحوث الاقتصاد الكميّ المختصّة بخلق «النقد» في

السوق الأوربية ، ونظرًا لأهمية حالات التسرّب خارج الدائرة المصرفية الأوربية التي تميل إلى جعل المضاعِف أداة تحليل محدودة بحيث لا تكون مطبَّقة على خَلق المصارف الأوربية للعملة ، لا بأس بأن ننطلق من مثل حسّي فنعرض الإطار الذي يُمكِّن من إعداد بحوثٍ أكثر عمقًا في هذا المجال .

ولسوف نعتبر: ١) أن المصارف الأوربية لا تُنشىء إحتياطيًا مقابل التزاماتها من الايداعات . وليست مُجبَرة على المحافظة على نسبة معينة من ايداعاتها كأدوات للسوق النقدية المحلية . فهي تودع إذن من جديد جميع ايداعاتها المستحصَلة وبكامل قيمَتها ؛ ٢) أن المصارف الأوربية تجمع استحقاق التزاماتها مع استحقاق ديونها . أي أن استحقاق الايداع يطابق استحقاق القرض ؛ ٣) أن القيود الحسابية تسجَّل بعد التعويض في الاحتياطي الفدرالي ؛ ٤) أن إيداعات المصارف الأوربية المنشأة لدى المراسلين المصرفيين في نيويورك هي إيداعات تحت الطلب (١).

خلق دولار أوربي أوّل. – يتلقّى مشروع تصدير (ص) دولارًا واحدًا ثمن بضائع مبيعة إلى مستورد أميركي . فيحمل القرض إلى حسابه لدى مصرف في نيويورك (ن ي ا) . لنفترض أن هذا المشروع قرَّر توظيف هذا الرصيد الدائن في عمل مكسِب بشكل حساب لأجَل لدى مصرف

(١) من الطبيعي أن لا يتغيَّر التحليل إذا كانت الايداعات لدى المراسلين الأجانب مجمَّدة في حسابات لأجَل . أو محبوسة كأدوات لسوق النقد الأميركية. ونذكر للايضاح أنه في عام ١٩٧٦ . بلغت التزامات المصارف الاميركية الخارجية لأجَل قصير ٥٠ مليار دولار اتَّجهت نحو «الالتزامات الرسمية» و ٣٢ مليار دولار اتَّجهت نحو «المصارف». ولقد كان التوزيع على الوجه التالي : =

في فرانكفورت يعرض عليه معدل فائدة مغريًا . ولنفترض أيضًا أن ن ي ا هو مراسل أجنبي لمصرف فرانكفورت (م أ ا) . فتكون القيود في دفاتر المصرفَين على الوجه التالي :

مصرف نيويورك ١

إيداعات رهن الطلب :	
حساب ص :	
- د١	
حساب م أ ا :	
+ د ١	

مصرف فرانكفورت

موجودات	إيداعات لأجَل :
في الحساب	حساب ص :
لدى ن ي ا :	
+ د ١	+ د ١

إن إيداع المشروع ص لدى مصرف نيويورك ١ هو إيداع تحت الطلب . مبيَّن بالعملة الوطنية للمصرف أي بالدولارات . أما الايداع

	رسمية	مصارف
إيداعات تحت الطلب	٥	٢٣
إيداعات لأجَل	٦	٧
سندات خزينة وشهادات غير صالحة للتبادل	٧٤	١
إلتزامات أخرى لأجَل قصير (ومنها الالتزامات تجاه الفروع . شهادات الايداع . الكمبيالات . الورق المالي . الخ...)	١٥	٦٩
	١٠٠	١٠٠

(بالنسبة المئوية . المعطيات : نشرة الاحتياطي الفدرالي . السلاسل المختلفة .)

المبيَّن بالدولارات لمصرف فرانكفورت – م أ ١ أو المصرف الأوربي – فهو إيداع لأجَل بالدولارات الأوربية. يتمّ إذن خلق دولار أوربي أوّل بترحيل دولار من حساب لدى مصرف في الولايات المتحدة إلى حساب لدى مصرف خارج الولايات المتحدة.

خلق دولار أوربي ثانٍ. – سيباشر مصرف فرانكفورت الآن بعمل «تسيير الالتزام». وسوف يبحث عن الاستعمال الأجزل ربحًا لايداع زبونه – أي الشركة ص – فهو يدفع فائدة على هذا الايداع. في حين أن المقابل المسجَّل في دفاتر المراسل الأجنبي لا ينتج فائدة. ولنفترض أن مصرفًا في لندن – المصرف الأوربي ٢ – أو م أ ٢ – احتاج في الوقت نفسه إلى أن يسوِّي وضعه من ناحية السيولة بالنقود. وقدَّم عرضًا مغريًا لمصرف فرانكفورت. وأن هذا المصرف قبل فعلاً إقراضه دولارًا واحدًا. يُوعِز عندها مصرف لندن إلى مصرف فرانكفورت بتسليم دولار واحد لمراسله المصرفي: مصرف نيويورك ٢ (ن ي ٢). ويُوعِز مصرف فرانكفورت. بدوره. بترحيل برقي. إلى مراسله الأجنبي ن ي ١ بالتوظيف لحساب م أ ٢ لدى مراسله المصرفي ن ي ٢. ويسحب ن ي١. عند تسلُّم الايعاز. حوالة مصرفية من حسابه الخاص تدفع إلى ن ي ٢ بواسطة **غرفة المقاصّة** في مصرف الاحتياطي الفدرالي. حيث يُقيَّد على حساب ن ي١ ولحساب ن ي٢ المبلغ نفسه. وتكون القيود الحسابية. بنتيجة العمليات. على الشكل التالي:

مصرف نيويورك ١

رصيد الحساب للاحتياطي الفدرالي:	إيداعات رهن الطلب: حساب م أ ١:
– د ١	– د ١

مصرف فرانكفورت

موجودات في الحساب لدى ن ي ١:	
– د ١	
رصيد حساب الايداع لأجَل لدى م أ ٢:	
+ د ١	

مصرف نيويورك ٢

رصيد الحساب للاحتياطي الفدرالي:	إيداعات رهن الطلب: حساب م أ ٢:
+ د ١	+ د ١

مصرف لندن

موجودات في الحساب لدى ن ي ٢:	إيداعات لأجل: حساب م أ ١:
+ د ١	+ د ١

ها قد وُلد دولار أوربي ثانٍ لدى مصرف لندن فيما لا يزال يظهر لدى مصرف نيويورك دولار واحد فقط.

خلق دولار أوربي ثالث. – لنفترض أن مصرفًا في باريس يتمنى تقوية حضوره في السوق الأوربية ويقدّم عرض اقتراض يناسب منافسه في لندن. فلسوف يُبرق مصرف لندن – بعد أن يكون قد قبل تسليم دولار واحد إلى مصرف باريس – أي المصرف الأوربي ٣ أو م أ ٣ – إلى ن ي ٢ التعليمات الضرورية لترحيل الموجود لديه لحساب مصرف باريس.

ولهذا الأخير حساب مراسل لدى مصرف في نيويورك ، ن ي ٣ . وهكذا تكون القيود الحسابية بعد تسلُّم التعليمات وتعويض الحوالة المصرفية على النحو الآتي :

مصرف نيويورك ٢

رصيد الحساب للاحتياطي الفدرالي :	إيداعات رهن الطلب : حساب م أ ٢ :
— د ١	— د ١

مصرف لندن

موجودات في الحساب لدى ن ي ٢ :	
— د ١	
رصيد حساب الايداع لأجَل لدى م أ ٣ :	
+ د ١	

مصرف نيويورك ٣

رصيد الحساب للاحتياطي الفدرالي :	إيداعات رهن الطلب : حساب م أ ٣ :
+ د ١	+ د ١

مصرف باريس

موجودات في الحساب لدى ن ي ٣ :	إيداعات لأجَل : حساب م أ ٢ :
+ د ١	+ د ١

ويظهر مَدْرج الخلق بوضوح في الترسيمة التالية التي تلخِّص جميع العمليات التي سبق عرضها :

مصرف نيويورك ٣

إيداع رهن الطلب :
حساب م أ ٣ :
+ د ١

مصرف فرانكفورت

إيداع لأجَل :
حساب ص :
+ د ١

مصرف لندن

إيداع لأجَل :
حساب م أ ١ :
+ د ١

مصرف باريس

إيداع لأجَل :
حساب م أ ٢ :
+ د ١

إن الدولارات الأوربية **الثلاثة** التي خُلقت لا يقابلها سوى إيداع **واحد فقط** بالدولارات مسجَّل في مطلوب مصرف نيويوركي. والالتزامات بالدولارات الأوربية ليست جميعها مغطَّاة بإيداع في الولايات المتحدة. كما أن مطلوب المصارف الأوربية مؤلَّف من استحقاقات تجاه مصارف أوربية أخرى وليس فقط تجاه مصارف في

الولايات المتحدة. ينتج إذن من هذا المثل أن خلق الدولارات الأوربية يقوم أساساً على قاعدتين:

– أموال المصارف المتيسِّرة في حسابٍ لها لدى مراسليها المصرفيين الأميركيين؛

– ظاهرة تضعيف الايداعات بين المصارف العاملة في أوربا وفي مراكز **تجارة السواحل** المالية.

إن حلقة الايداعات المتتابعة بين المصارف تُنشىء **دائرة الدولارات الأوربية**، الناتجة من إيداع أوّلي في الولايات المتحدة، والمتغذّية بسلسلة قروض خاطفة وبحصص ربح داخل النظام المصرفي الأوربي. وتترابط الايداعات المستمرّة وتعبُر من مصرف إلى آخر بحسب تحكيمات الفائدة ومعدّلاتٍ جد متنوِّعة. وهي لا تخلق قدرةً شرائيةً بشكل مباشر. بل تُغيِّر إعادة توزيع الموارد المالية داخل الدائرة المصرفية دون أن تزيد من حجم قروض الاقتصاد. وذلك يُمثِّل خلقَ عملة كتابية داخل الدائرة المصرفية دون أن يكون بالضرورة عرضَ مال في الدائرة الاقتصادية أو في إطار الايرادات.

وتزيد الدائرة المصرفية الأوربية من سرعة دوران الايداعات بالدولارات الأوربية. وترفع إلى الحد الأقصى درجة فعّالية استعمال هذه الايداعات. وتموِّل الدائرة نفسها بنفسها. وهي تعمل حتى نفاد المعدلات. أي حتى تنقِّص حلقة الايداعات حدود الربح إلى فارق يوقف كل حثٍّ على التحكيم.

ويُمكن – من ناحية نظرية – الاستدلال على وضع إيداعٍ ما

بواسطة الحد المُقتَطع من الإيداع الجديد. فكلما كان الحد بين المعدل الأقصى والمعدل الأدنى منقوصًا، كان الإيداع في وضع مقدَّم ضمن الدائرة، وكانت إمكانيات المردود محدودة. وسيؤلِّف تخفيض حدود الربح المرتبط بالايداعات المتابعة بين المصارف أحد العوامل المعيقة لمدْرَج خلق الدولارات الأوربية.

ونؤكد، في ختام هذا المقطع، أن الترحيلات من مصرف إلى آخر المعروضة سابقًا لا تتناسب تمامًا والخلق «النقدي». فان هذه الترحيلات بين المصارف لا تؤلف نقدًا كذلك النقد المعروف والموجود مثلاً بين أيدي الناس العاديين أو لدى المشاريع والادارات. فتعريف النقد يستبعد حسابات المصارف في ما بينها. والخلق «النقدي» الحقيقي يكون، إذا ما عدنا إلى المثل السابق، في إعطاء مصرف باريس قرضًا بالدولارات الأميركية لمشروع معين. ولا تخلق الدائرة البيمصرفية «نقدًا» كما يفسِّر المحلِّلون هذه العبارة. وبمعنى آخر، إن التضعيفات الحسابية تتعلق بسوق الدولارات الأوربية من حيث هي سوق نقدية، ولكن لا يسوغ اعتباره كعوامل خلق «نقدي» لها علاقة بالقرض وبالاقتصاد. وإلى هذا، فان سيرورة الدائرة البيمصرفية لا تحكم ضرورةً بوجود قرض نهائي. ومن الطبيعي أن يظهر في آخر الحلقة طلب قرض ولكن البواعث التي يمكن أن تفسّر الأسباب التي من أجلها تلجأ المصارف الأوربية –كالمصارف الوطنية– إلى القيام في ما بينها بعمليات بيمصرفية، هي غير تلك التي تفسّر عرض القرض المصرفي الأوربي. فمن ناحية تُقصد عمليات تدور في السوق النقدية الأوربية؛ ومن ناحية أخرى تُقصد عمليات تدور في سوق القروض الاوربية، وفي هذه الحال الثانية فقط نستطيع الكلام عن خلق «نقدي».

٣ – ضارب الدولارات الأوربيّة وتسرُّب رؤوس الأموال خارج الدائرة المصرفية الأوربية

إن الضارب هو التقريب الثاني لحركة خلق الدولارات الأوربية. وفي حين تشرح ظاهرة التضعيف التسجيلات الحسابية المختلفة التي تؤدّي إلى ترحيلات بالدولارات الأوربية داخل الدائرة المصرفية الأوربية. يتعلّق أثر المضاعف بمشكلة الايداعات المعروفة. التي يسبّبها منح القروض. فالأثر إذن منقول من التحليل التقليدي لضارب القرض. ويُحسب هذا الضارِب، في نظام محلي، بالنسبة إلى نسبة مقبوضات العملاء الاقتصاديين المحبوسة في شكل سندات ونقدًا (ن)، وبالنسبة إلى معدلات الاحتياطي الجبرية (إ):

$$م = \frac{١}{١ - (١ - إ)(١ - ن)}$$

وتكون إ، في نظام الدولار الأوربي. مُعامل الاحتياطيات المحفوظة في مقابل إيداعات الزُبُن أو غطاء لالتزامات بيمصرفية؛ أما ن فتكون مُعامل التسرُّب الذي يُمثِّل كل احتياطي وقائي أو كل تلف بالدولارات الأوربية يحصل بسبب الاعادة إلى بلد الاصدار أو التحويل في أسواق الصرف ويكون نشوء الدولارات الأوربية نسبيًا وهذَين المعامِلين. كما أن توزيع القرض يفضي – أو قد يفضي – إلى خلق «نقدي» يزيد الايداعات بحسب القول المأثور: **القروض تصنع الايداعات** – كلما استغلّت المصارف جميع امكانياتها القرضية على أساس الايداعات المحبوسة لديها.

لقد حاولت دراسات عدة تقدير قيمة معامِل تكاثر. وقد قدَّره ج.

أ. ماكين (١) بـ ١٨ خلال فترة ١٩٦٤ – ١٩٧٠. أما ب. أ. لي (٢) فقدَّره بـ ٥ . ١ خلال الفترة نفسها. وتُعرَّف النسبة بالعلاقة بين حجم الموجودات بالدولارات لأجَل قصير لغير المقيمين الأميركيين وحجم التزامات الولايات المتحدة لأجَل قصير تجاه غير المقيمين.

ويُعطي تصوُّر آخر للضارب يُعرَّف بالعلاقة بين القروض بالدولارات الأوربية للزُبُن وموجودات المصارف الأوربية في الولايات المتحدة (٣). هذه النتيجة للبلدان العشرة المصرَّحة: ٠٢ . ١ في ١٩٧٠. ٩٢ . ١ في ١٩٧١. ٨٣ . ١ في ١٩٧٢. ٥٣ . ٢ في ١٩٧٣. ٩٣ . ٢ في ١٩٧٤. وإذا ما أخذنا بعين الاعتبار النشاطات المصرفية الأوربية. بالمعنى المحصور ودون ما اعتبار للقروض الممنوحة للزُبُن غير المصرفيين. نلحظ أن معامل التكاثر المصرفي الأوربي يصل إلى ١٨ . ١ في ١٩٦٨.

(١) دور الطلب والعرض بالنسبة لرؤوس أموال الايداعات بالدولار الأوربي. **مجلة الاقتصاد والاحصاء**. الجزء ٥٤. تشرين الثاني ١٩٧٢.

(٢) ضارب الدولار الأوربي. **جريدة المال**. أيلول ١٩٧٣. والمعنى المَستقى هنا أن **مجموع موجودات غير المقيمين بالدولار لأجَل قصير** بالنسبة **لمجموع الالتزامات الأميركية لأجَل قصير تجاه غير المقيمين** يؤدي إلى النتائج التالية: ١٩٦٣ = ٢٧ . ١. ١٩٦٤ = ٣٢ . ١. ١٩٦٥ = ٤٢ . ١. ١٩٦٦ = ٥١ . ١. ١٩٦٧ = ٥٥ . ١. ١٩٦٨ = ٧٧ . ١. ١٩٦٩ = ٩٢ . ١.

(٣) مراجعة ج. أوبانِل. حركات الأسواق الأوربية. **النشرة الفصلية لمصرف فرنسا**. العدد ١٥. أيار ١٩٧٥.

٢٤ . ١ في ١٩٦٩ ، ١٢ . ٢ في ١٩٧٠ . ١٧ . ٤ في ١٩٧١ . ٤٨ . ٥ في ١٩٧٣ و ٩٩ . ٤ في ١٩٧٤ .

كما تُشدِّد دراسة هِوْصُن وساكاكيبارا (١) على عدم ثبات معامل التسرّب وعلى كونه يتغيَّر تبعًا لمعدلات الفائدة .

ويُحسب معامل التسرّب بواسطة تبدّلات إيداعات المصارف المركزية الأوربية بالدولارات الأوربية . وذلك بالنسبة لتبدّلات احتياطيات تبديلها بالدولارات . ولقد بلغ الضارب . بعد أُخذ هذا المعامل بعين الاعتبار ، ٠٥ . ١ خلال الفترة بين ١٩٦٨ و ١٩٧٢ . وهذا يُشير إلى أن معامل التسرّب ، الناتج عن تصرّف المصارف المركزية في السوق الأوربية ، هو غير حاسم كما أنه ليس ممّا لا يُعتدّ به .

ولئن يكن من غير المستطاع إيجاد الحساب الصحيح لضارب الدولارات الأوربية ، بسبب نقص أو غموض الاحصاءات الحالية ، فانه يبدو لنا ممكنًا تعريف تصوّر ضارب يكون بمثابة نقطة انطلاق الى بحوث كمّية . ويبدو المضارب مناسبًا من الناحية النظرية . ودون ما صعوبة ، لتحليل خلق «النقود» الأوربية . وما من عامل إقتصادي ، غير القطاع المصرفي ، يستطيع حبس كمية من العملة الأوربية . فلا مجال إذن ، من هذه الناحية ، لوجود حالات تسرّب ، بما أن لا وجود لأرصدة غير مثمّرة وما دامت المصارف غير مُلزمة بانشاء احتياطي جبري .

(١) مراجعة ضارب إيداع الدولار الأوربي : تقريب حقيقي . **أوراق موظفي صندوق النقد الدولي** . تموز ١٩٧٥ . وكذلك آخر مؤلّف لهذين المؤلّفين : **أسواق العملة الأوربية ومشاكلها** . ١٩٧٥ .

ويكون ضارب الدولارات الأوربية – من الناحية النظرية ، إذا ما كانت جميع الايداعات لأجل – أعلى من ضارب نظام مصرفي وطني . مع أن النقص التدريجي للعملة الورقية بالنسبة للإيداعات لأجل في أغلب الأسواق الوطنية ، واحتمال وقوع احتياطيات حذر على النشاطات المصرفية الأوربية ، يميلان نحو توحيد طبيعة حالات التسرّب . يبدو ضارب الدولارات الأوربية إذن ، من الناحية النظرية ، مرتفعًا بما أن حالات التسرّب هذه لا وجود لها (غياب الاحتياطيات الجبرية ، عدم وجود حسابات جارية ، الخ .) . ونجد أن القروض في نظام وطني هي بشكل إيداعات داخل الدائرة ، ما دام أصحاب الحق لا يطلبون تحويلها إلى سندات مصرف وما دام مُعامل الاحتياطي النظامي لا قيمة له . فاذا ما كان المُعامل – مثلاً – ١٠ ٪ تكون قيمة ضارب القرض القصوى : ١٠٠/١٠ = ١٠ . فيكون القرض المُستقرَاً لايداع أساسي من ١٠٠٠ ، في الحد الأقصى ، ١٠٠٠٠ . وقد لا يعاود حائزو الأموال الأوربية دائمًا توظيف القروض الممنوحة لهم ، داخل السوق الأوربية ، في شكل إيداعات .

وتُلزم المصارف غالبًا ، في نظام مصرفي محلي ، برصد مبلغ أدنى من إيداعاتها في شكل احتياطيات غير مكافأة لدى مؤسسة الاصدار . ويُفترض ، في تحليل الضارب التقليدي ، استقرار مُعامل الاحتياطي ، كما قد تُتَّخذ عقوبات قانونية إذا ما اضطُرت المصارف إلى عدم احترام السعر المحدَّد . ولا وجود لمثل هذه الاحتياطيات في نظام السوق الأوربية .

تتمتع رؤوس الأموال بمرونة هامة بالنسبة لمعدلات الفائدة . وكل تبدّل في المعدلات يؤدّي إلى تغيّر في تركيبة محفظة أوراق المصارف

التجارية. وتنزع النشاطات المصرفية الأوربية فعلاً إلى تثبيت كون هذه الاحتياطيات. إما لا قيمة لها. وإما غير موجودة فعلاً. بالاضافة إلى هذا. لا يُمكن إجراء سحب أموال طارئة بما أن جميع الايداعات هي لأجل. وبنود التجديد كثيرة التكرار. وهي تربط الدائن من جهة. وتؤمّن للمدين تصرّفه بالاموال من جهة أخرى.

السوق الأوربية. أخيرًا. سوق حيّة إلى أقصى حد. حيث يخلق الطلب عرضه فورًا. و «يُصنع كل شيء بصنعه لنفسه». ويبدو. في مثل هذه الشروط. أن الحث على إنشاء احتياطيات حرّة – أي احتياطيات غير مستثمَرة وغير منتجة لفائدة – هو. فعلاً. دون قيمة. ثم. ما أهمية احتياطيات الحذر لدى بعض المصارف الأوربية إذا ما قيست بحجم السوق الأوربية الكلّي.

تشير هذه الملاحظات إلى صعوبات التحليل في ما يختص بالتكاثر. وإلى ضرورة تعيين طبيعة التسرّبات خارج النظام. فقد تأخذ التسرّبات شكل تصفية نقود أوربية بإيفاء القرض المصرفي الأوربي المستحَق. أو شكل تلف نهائي بالترحيل خارج الدائرة.

وتعني التصفية داخل الدائرة. فقط. إيفاء المصرف الأوربي للقرض الممنوح له من قبل مصرف أوربي آخر. فسوف يفي مصرف باريس. في مثلنا السابق. قرض الدولار الواحد لمصرف لندن. فتتغيّر القيود الحسابية لتصبح على الوجه التالي:

مصرف نيويورك ٣

رصيد الحساب للاحتياطي الفدرالي :	إيداعات رهن الطلب : حساب م أ ٣ :
− د ١	− د ١

مصرف باريس

موجودات في الحساب لدى ن ي ٣ :	إيداعات لأجل : حساب م أ ٢ :
− د ١	− د ١

مصرف نيويورك ٢

رصيد الحساب للاحتياطي الفدرالي :	إيداعات رهن الطلب : حساب م أ ٢ :
+ د ١	+ د ١

مصرف لندن

موجودات في الحساب لدى ن ي ٢ :	
+ د ١	
رصيد حساب الايداع لأجَل لدى م أ ٣ :	
− د ١	

وكما أن حجم الايداعات بالدولارات في نيويورك لم يتغيَّر عندما خُلقت الدولارات في أوربا . كذلك بامكان هذا الحجم أن يبقى سليمًا عندما تُتلَف الدولارات الأوربية في أوربا. وتُربط الامكانية الثانية للتسرّب بإيفاء القروض داخل الدائرة المصرفية الأوربية. يتعلّق الموضوع إذن بتسرّب مؤقت ما دام مصرف باريس يخسر دولارًا واحدًا ويحصل

عليه مصرف لندن من جديد. وهكذا يغطي تلف الدولارات الأوربية فكرتين: **حالات تسرّب مؤقتة** داخل الدائرة المصرفية الأوربية بانشاء إيداع خاص لدى مؤسسة الاصدار أو بإيفاء الالتزامات المتعاقَد عليها لدى مصارف أوربية أخرى. و**حالات تسرّب نهائية** خارج الدائرة تختص بما يلي:

أ – تحويل نقود أوربية إلى عملة وطنية.

ب – إتلاف المصارف المركزية للنقود الأوربية.

ج – إعادة نقود أوربية إلى البلد المُصدر.

وبما أن قدرة الخلق «النقدية» في نظام مصرفي وطني هي محدَّدة بتسرّبات تميل إلى ممارسة فعل ضغطِ السيولة المصرفية (وبالامكان ترتيب هذه التسرّبات في شكل احتياطيات جبرية أو تنظيمات موضوعة لصالح الخزينة العامة. أو جعلها مستقلة في شكل مشتريات نقود من المصرف المركزي. أو بسحب سندات. أو نقل للحسابات البريدية الجارية. أو مشتريات سندات من السوق المفتوحة بواسطة المصارف التجارية). نقول إن قدرة المصارف الأوربية في الخلق «النقدي» محدودة بأهمية التسرّبات خارج الدائرة. وتأخذ التسرّبات هذه. التي تمارس فعل ضغطِ موارد فائضة ومُعدَّة سلفًا للخلق «النقدي» بواسطة المصارف الأوربية. شكلَ إعادة نقود أوربية إلى بلدان إصدارها. وتحويل نقود أوربية إلى عملة وطنية في أسواق المبادلة حيث تضمن السلطات النقدية العوَض. ولا يتمتّع النظام المصرفي الأوربي. على عكس النظام المصرفي الوطني. بإمكانية تعويض التسرّبات بالتموّل مجددًا لدى مؤسسة إصدار. فلا نجد العملة التي خُلقت بواسطة المصارف الأوربية بكاملها في شكل إيداع.

ولا تظهر قدرة الخلق «النقدي» للمصارف الأوربية غير محدودة. وبعبارة أخرى. **قلما تصنع القروضُ الايداعاتِ** في سوق النقود الأوربية.

ونقول. في اختصار. إنه يُمكن خلق الدولارات الاوربية بواسطة:

- ترحيل إيداع بالدولارات خارج الولايات المتحدة.
- إيداع عملاء غير مصرفيين لدفعات لدى مصرفهم مؤلفة من دولارات مقبوضة إيفاءً لعمليات تصدير منتجات أو تحقيق خدمات.
- تنازل عن سند دين لمقيم في الولايات المتحدة.
- توظيف موجودات رسمية بالدولارات من قبل مصرف مركزي لدى مصرف أوربي.
- شراء دولارات في أسواق المبادلة.
- عملية بيمصرفية بشكل دفع أو قبض ربح. أو سلفات. أو قروض خاطفة.
- سحب على قرض للولايات المتحدة.
- تضعيف حسابي.
- تثمير جديد للأرباح الناتجة عن نشاطات مصرفية أوربية.

ويُمكن إتلاف الدولارات الأوربية بواسطة:

- استعمال القرض في بلد العملة المقصودة.
- اكتساب مصرف مركزي لدولارات أوربية في شكل شراء خاطف أو قرض متبادل.
- إعادة إلى الولايات المتحدة.

– عمليات بيمصرفية في شكل دفع أو قبض ربح. أو سلفات. أو قروض خاطفة.

– تحويل في أسواق الصرف (المبادلة)،

– إيفاء القروض الجارية بين المصارف.

– إنشاء إيداع خاص أو احتياطي أدنى على التزامات المصارف بالعملات الأجنبية.

يبدو جليًا. في نهاية المطاف. أن تصوّر ضارب للنقود الأوربية هو أداة تحليل قلّما تتناسب وتوضيح مدْرَج خلق «النقود» الأوربية. فحالات التسرّب مهمة. ولا يرافق تضعيف الايداعات الأوربية في شكل حتمي تكاثر في القروض. ذلك لأن حلقة الايداعات المتتابعة بين المصارف هي جزء من الدائرة المصرفية الأوربية بمعناها الحصري دون أن تصل إلى الاطار الاقتصادي الحقيقي. وبما أن الدفعات تتمّ بالترحيل بين المصارف في الولايات المتحدة. فان حالات التسرّب لا تُحدّ. وتبدو ظاهرة التضعيف. على العكس من ذلك. أكثر فعّالية في تحليل حيويّة العمليات المصرفية الأوربية ونمّو سوق النقود الأوربية. وقد تساعد دراسات لاحقة في الاقتصاد الكمّي. على إظهار الفروقات الدقيقة لهذه النتائج المؤقتة. وعلى توضيح القدرة الحقيقية للخلق «النقدي» في سوق النقود الأوربية (١).

(١) من الواجب تسوية «استقلال» سوق الدولارات الأوربية بالنسبة لعجز ميزان المدفوعات الأميركي: ١) في حالة الارتفاع. يناسب أن تؤخذ بعين الاعتبار حالات العجز المسدّدة بخروج الذهب أو المدعومة باصدار سندات «روزا». ٢) وفي حالة الانخفاض. يمثّل منحنى الصفحة ٧٦ مجموع سوق النقود الأوربية فيما لا تُمثّل خانة الدولار سوى ٧٥٪ من هذه السوق.

الفصل الخامس

دور سوق النقود الأوربية

ثمة ثلاث فئات من العناصر تسهم في نشاط سوق النقود الأوربيَّة :
١) المصارف . ٢) القطاع غير المصرفي . ٣) السلطات النقدية .

١ . – القطاع المصرفي

إن المصارف هي العوامل الاقتصادية الوحيدة التي تسهم مباشرة في نشاط السوق الأوربيَّة . وهي تبقى العوامل الحقيقية في هذه السوق . فالمشاريع شأن المصارف المركزية لا تتمكن من إجراء عملياتها الا بواسطة المصارف .

وتلجأ المصارف الى السوق الاوربيَّة : ١) من حيث انها وسيط مالي يحوِّل الايداعات لأجَل قصير الى قروض متلائمة ذات استحقاقات أبعد مدًى : ٢) من حيث انها عامل يسعى مع مصارف أخرى لأهداف نمو أو سيولة أو لأي هدف آخر .

دور المصارف إذن . في السوق الاوربيَّة . مزدوج . فمن ناحية تعمل المصارف كوسيط يجمع الموارد – وعلى الاخص تلك التي هي لأجَل قصير – لتمويل قروض لأجَل قصير أو متوسّط أو طويل ؛ ومن ناحية ثانية تعمل لحسابها الخاص . إما بإجراء توظيفات عندما تكون لديها فائضات خزينة ، وإما بالمباشرة بالسلفات عندما تكون محرومة من الموارد .

فلندقّق في هذين الامرين :

أ. **خاصيَّة التغيير**. – إن إحدى كبريات المسائل التي تُطرح اليوم في اسواق رؤوس الاموال هي مسألة وجود انحرافات قابلة للظهور بين عرض الاموال لأجَل قصير وطلب رؤوس الاموال لأجَل طويل. ويحقّق الفرق بين المعدَلين ربحًا للمصرف. أي أجرًا لقاء خدمة أو مجازفة. ويبدو هذا الربح ذا اهمية تذكر عندما تتبع دورةَ انخفاض جديدة لمعدلات الفائدة فترةٌ طويلة لارتفاع سعر المال. وتستطيع المصارف. في هذه الحالة. تمويل مملوكاتها من جديد وبشروط مغرية. بعد أن كانت قد أنشأتها سابقًا بمعدلات اكثر ارتفاعًا. ولكن. قد تزيد المعدلات لأجَل قصير على المعدلات لاستحقاق طويل في فترة ارتفاع سعر المال. فيترتّب على المصارف عندها أن تكافىء الايداعات لأجَل قصير بمعدل مرتفع فيما تكون قد أقرضت لأجَل طويل و بمعدل ضعيف. مما يُنشيء مجازفة تغيير. وإن تطويل فترة الاستحقاق تزيد المجازفة بنسبة أعلى من الربح المحقّق. مما ينشيء مجازفة إنقاص في نوعيَّة محفظة القروض. قد تؤدي الى الإفلاس.

ما هو الوضع بالنسبة للسوق الاوربية؟ تُمثّل. **إجمالاً**. نسبة الايداعات الاوربيِّة لاستحقاق معادل او اعلى لسنواتٍ ثلاث ما يقل عن ٣٪ من مجموع الايداعات بالعملات الاوربية. فيما نسبة القروض الاوربية للاستحقاق نفسه تزيد عن ١٥٪ من مجموع القروض بالنقود الاوربِّية. وبما أن عرض الموارد المصرفية الاوربِّية القصيرة الأمد هو غير كافٍ لتمويل جميع القروض الاوربِّية الطويلة الأمد. فمن الطبيعي أن تلجأ المصارف الاوربِّية الى الاستمداد من مواردها القصيرة الأمد لتمويل قروضها الطويلة الأمد. وبعبارة أخرى. أن تلجأ إلى تغيير إيداعات

لأجَل قصير الى قروض متلائمة لاستحقاق أبعد مدى. تُحمل المصارف الاوربيّة إذن على إنشاء قروض طويلة الأمد بايداعات قصيرة الأمد.. عندما لا تستطيع إنشاء قروض طويلة الأمد من إيداعات لا وجود لها. وهكذا ، كان الفارق ، في ايار ١٩٧٦ ، بين إيداعات وديون المصارف الاوربيّة في مدينة لندن لأكثر من ثلاث سنوات يساوي ٢٠ مليار دولار من مجموع الالتزامات بالنقود الاوربيّة الذي يبلغ زهاء ١٨٠ مليار دولار. وإن فقد التوازن هذا بين التوظيفات والموارد لا يُفترض به الدفع نحو تعظيم خطر التغيير في السوق الاوربيّة. وهكذا ، اذا اعتمدنا المثل السابق لمصارف لندن ، تُغطّي الديون الطويلة الأمد جزئيًا بالالتزامات تجاه المصارف غير المقيمة. وكانت المصارف غير المقيمة في لندن قد أودعت ، في شباط ١٩٧٦ ، ٣٥ مليار دولار لاستحقاقات لآجال بين شهر وثلاثة اشهر ، فيما لم تبلغ ديون مصارف لندن على المصارف غير المقيمة سوى ٢٣ مليار دولار وذلك لآجال الاستحقاق نفسها. نستطيع القول إذن ان الايداعات القصيرة الأمد الناشئة عن المصارف غير المقيمة في لندن تُغطّي جزئيًا الديون بالنقود الاوربيّة في القطاع غير المصرفي. ولكنها تُغطّي جزءًا فقط بما أن ٢٣ مليار دولار من القروض بالنقود الاوربيّة لثلاث سنوات واكثر هي مغطّاة بايداعات من فترة الاستحقاق نفسها. وهذا الرقم المدهش يُعظّم شأن خطورة التغيير. واذا اعتبرنا ، البنية الاجمالية لـ « الايداعات مع حسم القروض » لكل انواع الاستحقاق نجد ان الفارق هو ، عمليًا ، غير ذي قيمة. والايداعات لأقل من سنة جزءًا هامًا من القروض لأكثر من سنة. وتغدو المجازفة بذلك مجازفة تجميد للموارد السائلة في السوق الاوربيّة.

هل هناك خطورة سيولة في السوق الاوربِّية؟ إن خطورة السحب غير المتوقع هي محدودة ما دامت جميع الايداعات لأجَل. وفي استطاعتنا إظهار براهين أخرى :

– إن الخطورة تتوقَّف على الوضع الذي يكون فيه استحقاق الالتزامات مطابقًا لاستحقاق الديون. وقد يخلق تجديد القروض شكًا بالنسبة لقابلية السوق. والخطورة المعنيَّة هنا هي خطورةُ «مطلوب – مملوك»، أي توافق مطابقة الاستحقاقات بين رؤوس الاموال المستَلفة والقروض الممنوحة. ترتفع خطورة السيولة إذن، من جهة، بانعدام وجود مقرض أخير في السوق الاوربِّية وتُحدّ، من جهة ثانية، لأكثر من سبب.

– إن سوقًا ثانوية ناشطة تستطيع تحويل شهادات إيداع بالدولارات الاوربِّية وذلك من شأنه أن يخلق سيولة إضافية للسوق الاوربِّية.

– إن نظام السوق الاوربِّية يميل الى العمل كنظام أوانٍ مُستَطْرَقة حيث تُعوِّض نُدْرَة نقد بوفرة نقد آخر. ويبدو أن بند **«تعدد وحدات نقد القروض»** – أو القروض مع خيار المبادلة في وضع النقد النادر – الذي يتجانس في اطاره عدد من اتفاقيات القروض الدُّولية. يؤيِّد هذه النظرية. أما تقلّب العملات وتغيُّر القطع فيشجِّعان فعَّالية السوق الملتمَسة لغايات تغطيات لأجَل واعتبارات تحكيم تميل الى تحسين سيولة الدائرة، وبالتالي، المرور من عملة الى أخرى.

– إن التجمّع في نقابة دُولية يسمح بتأمين مناوبة في التمويل وإخفاء عجز مؤقت في موارد مصرف مشارِك.

– إن بعض التعاقدات تورِد بند قابلية يسمح للمصارف بحل

التزاماتها عند تجديد القرض إذا كانت موارد السوق غير كافية.

– إن إيفاء الاساس ودفع الفوائد منذ عشر سنوات يسهم في تغذية السوق أو، على الأقل، في زيادة تمويلها الذاتي الذي لم يعد غير ذي اهمية.

– إن السوق الاوربية تمثل درجة عالية من الاتقان والوضوح. فتحولات معدلات الفائدة تسوي العرض والطلب. وان تضخم الطلب يرفع المعدل، وارتفاع المعدل يجذب رؤوس اموال جديدة. وذلك من شأنه أن يقرب خطورة السيولة الى مسألة نفقة.

– إن فتح خطوط القرض واتفاقات الاقرار والضمانات المتبادلة تحد من خطر السيولة. ومن المفيد أن نعرف أن اكثر من ٨٠٪ من النشاطات المصرفية الاوربية في لندن تقوم بها مصارف دولية، نصفها تقريبًا مصارف أميركيَّة. ومن المرجَّح – دون ذكر القروض **الداعمة** غير المحدودة المُعطاة من قبل المراكز الرئيسيَّة – أن تهبّ المراكز الى نجدة فروعها في الازمات. وخطوط القرض **الداعمة هذه** – مهما بلغت نفقتها – تؤلف بالنسبة للفروع المستقلَّة سهولة دائمة في التموُّل من جديد وتسمح لها أن تتنبَّه إلى نقص محتمل في الموارد. ومن الطبيعي أن نقدِّر، إضافة الى ذلك، أن ما من مصرف مركزي يقف من مصير المصارف الاوربيَّة موقف المتفرِّج.

– إن السوق الاوربيَّة، أخيرًا، تتفنَّن في إيجاد تقنيَّات جديدة للقرض لأجَل مستوحاة من التقنيات الاميركيَّة. فترتكز بعض التقنيَّات مثلاً على تدريج الاستحقاقات على اساس **قدرة تمويل** محسوسة وتحديد شروط الايفاء الملائمة. وتُنشيء تقنيات أخرى سعرًا أدنى مسموحًا به للمال

المتداول يلتزم المُستلِف بمراعاته. وهذا نوع من «**أرصدة معوِّضة**» بالنقود الاوربيّة.

يبدو، لجميع هذه الاسباب، أن خطورة سيولة السوق الاوربيّة وخطورة التغيير المرتبطة بها محدودتان. مع أن فعّالية السوق الاوربيّة لا يمكنها **من وجهة أوّلية** إبعاد احتمال وقوع مصاعب جدّية في المستقبل. وقد ترجع هذه المصاعب إلى عدم وجود مقرض أخير. وإلى أن المصارف تتعرَّض، في فترة التضخّم، للتموُّل من جديد بنفقة أضخم من تلك التي أُقرضت بها. كما ان المستثمرين يَحيدون، في فترة التضخّم، عن التثمير لأجَل طويل ممّا يجعل الموارد لاجَل طويل غير مجمّدة ويزيد من خطورة التغيير.

ب. الخاصّيات الاخرى. – تلجأ المصارف الى السوق الاوربيّة، إضافة إلى عمليات تمويل القروض واستقبال إيداعات الزُبُن، من أجل:

– زيادة قدرتها القرضية؛

– تحسين قاعدتها المالية؛

– تسوية وضع سيولتها؛

– جمع الموارد عندما تُقيِّد تدابير داخلية الاموالَ القرضية الحاضرة؛

– الإقراض عند الوفرة النقدية او عند عرض السوق الاوربّية لإيرادات أعلى؛

– تنويع محفظة مستنداتها التجارية وتطوير نشاطاتها الدُّولية؛

– المحافظة على وضع مُعتَبر في السوق؛

– تثبيت وجود لمتابعة تطور السوق في كل لحظة ولعدم المجازفة بعدم

إمكان الحصول على أموال عند الحاجة ؛

- الاستلاف والتحويل الى العملة المحلية لأسبابٍ عدة ؛
- الاستلاف لأهداف تقديم ميزانية ؛
- تحسين بنية استحقاقات موجوداتها والتزاماتها .
- تسوية حركات خزينتها ؛
- حلّ عمليات التغطية ؛
- أسباب تحكيم ؛
- تعديل وضع مبادلاتها نقدًا ولأجَل .

إن وضع المبادلة (الصرف) هو الفرق بين النقود المملوكة وتلك القابلة للتسليم . سواء من ناحية الزُّبُن (حسابات الغير) أو من ناحية حساب المصرف الخاص (حسابات الاموال الخاصة) . ويجد المصرف نفسه في وضع مبادلة دائن بشرائه نقودًا مقابل عملة وطنية . كما يجد نفسه في وضع مبادلة مدين ببيعه نقودًا مقابل عملة وطنية . ويسمى المصرف ، بتحويله عملة وطنية الى نقود ، في وضع مبادلة دائن . ويوافق هذا الوضع وضع خلق «النقود» . وهو يفسِّر ، في الحالة المعاكسة ، باستعمالٍ للموارد بالنقود . وتتألف الموجودات بالنقود من توظيفات في سوق النقد الدُّولية ، وإيداعات لدى المراسلين الاجانب ، وتسليفات لغير المقيمين وللمقيمين ، الخ . أما الالتزامات فتتألف ، في أكثرها ، من سلفات لدى المراسلين الاجانب ، وإيداعات الزُّبُن ، والاموال الخاصة ، من موجودات بالنقود للزبُن تترقَّب التفرُّغ عنها في سوق القطع او تنتظر الترحيل الى الخارج ، من النقود الموضوعة من قبل المصارف المركزية في

تصرُّف المصارف التجارية بشكل مبيع او توظيف او قرض متبادَل ، الخ . ويمنع تنظيم النقد في فرنسا المصارف من اتخاذ أوضاع مبادلة ضد الفرنك فيما تسمح لها باتّخاذ أوضاع لأجَل تغطيةً للالتزامات المبرمة مع الزُبُن . وسوف تسمح السوق الاوربّية للمصارف بتحسين وضعها بالنقود ، أي بابقاء نسبة معينة بين موجوداتها والتزاماتها . فعندما تساوي الموجودات الالتزامات يكون الوضع **مغلقًا** . ويُعدّ **مفتوحًا** في الحالة المعاكسة . وقد يكون الوضع المفتوح **طويلاً** أو **قصيرًا** . وفي الوضع الطويل أو المدين يكون المصرف بائع نقدٍ أجنبي . أما في الوضع الدائن فيكون مشتريًا صافيًا لنقد اجنبي . فاذا كان الصيرفي ينتظر سقوط الفرنك يتّخذ وضعًا قصيرًا بالفرنكات : يبيع الفرنكات المهدَّدة بخفض في قيمتها ويشتري نقودًا مقابلها . إما اذا توقّع ارتفاع الفرنك فيعتمد وضعًا طويلاً بالفرنكات : يشتري فرنكات ويبيع مقابلها نقودًا مهدَّدة بخفض في قيمتها . نرى إذن أن الاوضاع الطويلة تناسب معدل المبادلة الوطني فيما الاوضاع القصيرة تخفض قيمته ويرتكز دور السوق الاوربّية على تسوية هذه الاوضاع ، وغالبًا في فترة الاضطراب الحادّ ، على تمويل أوضاع قصيرة عندما يصيب العملة الوطنية انخفاض في القيمة (**مضاربة بالانخفاض**) وأوضاع طويلة عندما يصيب العملة الوطنية ارتفاع في القيمة (**مضاربة بالارتفاع**) .

لقد غدت سوق النقود الاوربية البيمصرفية سوقًا جدّ مهمة . وقد تُضطّر المصارف . عند تجهيز خزينتها بالنقود . إلى إتمام قروض أو سلفات في السوق الاوربية أو إلى إنشاء شبكة بيمصرفية للقروض الخاطفة أو للديون المتبادَلة . وهذه الديون المتبادَلة تُسمَّى **الوضع أو القبض بالترحيل** . فالمصرف المُقرض يضع في الترحيل نقدًا معينًا (ن) ويحصل بالمقابل على

عملة (ع). فيما المصرف المُستلِف يأخذ في الترحيل نقدًا معينًا (ن) مقابل عملة (ع) يدفعها بالمقابل. وتُدعى هذه العملية أيضًا **مقايضة**. أي مبادلة نقود مؤقتة. كما قد تُدعى قرضًا متبادَلاً بعملتين مختلفتين لمبلغ متساوٍ. وتسمح السوق الاوربية بتحليل الديون المتبادَلة. ويُمكن عقد **مقايضة** مع المصرف المركزي في محل إقامة المصرف. وتزيد سيولة المصارف بالعملة الوطنية عندما يشتري المصرف المركزي نقودًا من هذه المصارف. فيما تخف في الحالة المعاكسة. إن السوق الاوربية تجيز تسوية السيولة بالنقود للمصارف التجارية وتمويلَ سيولة هذه المصارف بالعملة الوطنية.

جـ – السوق الاوربية وتسوية أوضاع احتياطي المصارف الأميركية في الولايات المتحدة. – لقد ظلَّت سوق الدولارات الاوربية. مدةً طويلة. تؤلِّف نوعًا من «مُقرض آخر المطاف» بالنسبة للمصارف الأميركية. وتوجَّهت المصارف الاميركية في فترات الضيق النقدي الاستثنائي نحو السوق الاوربية كمورد تمويل معوِّض لمواجهة سيولة الموارد الداخلية التي تتبع حدّ المعدلات الدائنة على الايداعات لأجَل وعلى أيداعات التوفير.

إن تفوّق المصارف الاميركية في النشاطات المصرفية الاوربية يرجع إلى عدة دوافع وإلى الدولار الاوربي الذي يحافظ على رباط ضيق جدًا مع عملة الولايات المتحدة. وهكذا، تصبح المخاطر الممكن تجشمها – من خطر مبادلة أو خطر لاقابلية – أقلّ أهمية. وترتكز سياسة المصارف الأميركية في الاستدانة والإيفاء من السوق الاوربية على أساس مقارنة النفقات النسبيّة بين مختلف مصادر القرض، وعلى إمكانيات الوصول أو شروط السوق النقدية الداخلية. وتتمتّع المصارف في فترة الوَفْر النقدي بامكانيات وصول واسعة الى السوق المحلية. وعندها يعبِّر اللجوء

إلى السوق الاوربية عن وجود تأثير نفقة كما يُظهر اعتبارات تنافس نسبي. أما اللجوء إلى السوق في فترة الضيق النقدي فقد يُعبِّر، بالأحرى، عن وجود تأثير قابلية.

واعتبارات التحكم بين سوق الدولارات الاوربية وسوق النقد الأميركية قد تخضع أيضًا لإمكانية الاستفادة من الفارق الزمني بين لندن ونيويورك ومُهل المقاصّة المرتبطة بتسجيل الحوالات المصرفية لدى مصارف الاحتياطي الفدرالي. وقد عرف بعض مناسبات تحكيم – خاصة عام ١٩٦٩ – فائدةً خاصة في ما يتعلّق بالعمليات المعروفة بعمليات «الخميس – الجمعة»:

عمليات «الخميس–الجمعة»: يستلف مصرف في نيويورك (ن ي ١) بعد ظهر خميس من مصرف أوربي (م أ) دولارات «يومغد». وتُرحّل الأموال بايعاز من م أ من نيويورك ٢ (ممثل م أ) إلى ن ي ١. وتُسجّل الأموال في دفاتر ن ي ١ في شكل أموال مقاصّة للقبض عند الإقفال يوم الخميس. وتُقدَّم الحوالة المصرفية إلى مصرف الاحتياطي الفدرالي لمدينة نيويورك صباح يوم الجمعة. يُقيّد مال فدرالي لحساب ن ي ١ في هذه الاثناء، كما يُغذّى هذا الحساب بمال فدرالي. ويسدّد ن ي ١، لإقفال العملية، القرض بمال مقاصّة إلى ن ي ٢ لحساب م أ بعد ظهر يوم الجمعة. ولا تسجّل هذه الأموال في دفاتر مصرف الاحتياطي الفدرالي لمدينة نيويورك قبل صباح الاثنين. وهكذا، يستلف ن ي ١ دولارات أميركية يوم الخميس، ويسدّدها للمصرف الاوربي يوم الجمعة ويستطيع التصرف بها حتى الاثنين. إذن، تظلّ الدولارات الاوربية المشتراة يوم الخميس في الحساب لمدة ثلاثة أيام، ويكون المصرف قد استلف لـ ٢٤ ساعة ما تصرّف به لمدة ثلاثة أيام...

٢ . – القطاع غير المصرفي

لا تستطيع المشاريع الصناعية والتجارية الوصول مباشرة الى سوق النقود الاوربية . فعليها أن تمرّ بقناة المصارف التي تأخذ على عاتقها إرشاد المشاريع وتنفيذ أوامرها . إن دور السوق الاوربية هو في توفير الاحتياطيات المختلفة للمشاريع ذات الحجم الدُّولي إجمالاً . وذلك :

– لتمويل الواردات والصادرات من الأموال والخدمات ؛
– لإشباع الحاجات من رؤوس أموال التثمير ؛
– لتغطية مخاطر المبادلة ؛
– لتغذية الأموال الدائرة ؛
– لاستيعاب فائضات الخزينة المؤلّفة من مقبوضات بالنقود الاجنبية ؛
– لتوظيف رؤوس الأموال أو القروض بانتظار استعمالها ؛
– لتوظيف الأموال الواجب ترحيلها إلى المركز الرئيسي . مؤقتًا ؛
– لمواجهة تنظيم الاستحقاقات الضريبيّة ؛
– لتوفير إيفاء السلفات .

عمليات التغطية . – عندما يرغب مستورد أو مصدّر في التأكد من النفقة بالفرنكات لدفع النقود رهن الإنفاق لأجَل . أو لتسلُّم النقود لأجَل . فيمكنه الحصول على التغطية بطريقتين : إما نقدًا . وإما لأجَل ويشتري فورًا . في التغطية النقدية . النقود التي عليه أن ينفقها . أو يبيع حالاً النقود التي عليه أن يقبضها ، ويطلب من مصرفه . في التغطية لأجَل ضد خطر المبادلة ، أن يلتزم بتسليمه النقود اللازمة لأجَل أو بقبض النقود المتسلَّمة لأجَل .

وتغطية أوامر الزُبن لأجَل تحدو بالمصارف إلى المحافظة على نشاطات في سوق النقود الاوربية : ولسوف ننظر في فرضيَّتين :

– أوامر البيع لأجَل لدولارات مُرسلة من أصحاب الديون بالدولارات ؛
– أوامر الشراء لأجَل لدولارات مُرسلة من حاملي القروض بالدولارات .

وسيربط المصرف التزاماته ـ لتغطية البيع والشراء لأجَل ـ بمعاملة نقدية . وتحمل هذه التركيبة المؤلَّفة من عملية نقدية وأخرى عكسية لأجَل وبالقيمة نفسها إسم **عملية مبادلة مرتبطة** .

يستقبل المصرف لأجَل ـ في الفرضيّة الأولى ـ دولارات من المصدِّر ويسلِّمه بالمقابل ـ في الاستحقاق المتَّفق عليه ـ فرنكات وبقيمة معيَّنة . وسيقوم المصرف ـ لتغطية الشراء لأجَل ـ لدولارات المصدِّر ـ بتحقيق معاملة نقدية معاكسة ـ فيبيع الدولارات نقدًا مقابل فرنكات ويصبح مؤهَّلاً لتسليم المصدِّر فرنكات في الموعد المحدَّد . وقد يحصل أن لا يملك المصرف دولارات عند قيام المعاملة النقدية ـ فيستطيع عندئذٍ تمويل مبيع الدولارات نقدًا بسلفة من السوق الاوربية . وتكون العمليات المتتابعة على النحو التالي :

– سلفة من سوق الدولارات الاوربية ؛
– مبيع نتاج السلفة مقابل فرنكات نقدية ؛
– تسليم الفرنكات لأجَل للمصدِّر ؛
– تسلُّم الدولارات لأجَل من المصدِّر ؛
– إيفاء الدولارات الاوربية المستلَفة .

ويغطّي المصرف المبيع لأجَل لدولارات المستورد ـ في الفرضيّة

الثانية ـ بشراء نقدي بالقيمة نفسها . ويظهر هذا في انخفاض احتياطيّات المصرف المركزي وبزيادة مقابلة في موجودات المصارف الخاصة من النقد . ويستطيع المصرف ـ حتى تاريخ الاستحقاق ـ توظيف الدولارات المشتراة نقدًا في السوق الأوربية عندما يظهر له هذا الحل مناسبًا إذا ما قيس بقرض غير محدود في السوق النقدية أو بحصّة مرحَّلة لدى مصرف آخر. وإن المصرف ليقوم فعلاً ، عند شراء الدولارات من سوق القطع ، ببيع عملة وطنية في المقابل ، فيكون باستطاعته استعمالها في السوق النقدية . وعلى فائدة التوظيف في السوق الاوربية إذن معادلةَ إيراد القرض في السوق النقدية . وإن الفرق بين معدل السوق النقدية ومعدل السوق الاوربية المرتبط بترحيل أو تأجيل العملة في سوق القطع ، هو الذي يملي الحل الأفضل .

يقابل المصرف ـ عمليًا ـ جميع الأوامر المعطاة بحسب القيمة ـ والنقد ـ والاستحقاق والوجهة (مشترى أو مبيع) . ثم يحاول الجمع بينها . ويُظهر رصيد المقاصّة – بحسب نتيجته – وجودَ قرض أو سلفة في سوق النقود الاوربية إذا كان حجم المصرف يسمح له باللجوء إلى هذه السوق . وتكون المعاملات المتتابعة على الوجه الآتي :

- مشترى دولارات نقدًا ؛
- توظيف الدولارات في السوق الاوربية ؛
- تسليم الدولارات لأجَل للمستورد ؛
- تسلُّم الفرنكات لأجَل من المستورد ؛
- مبيع محتمل للفرنكات من جديد في سوق القطع .

تمثل سوق النقود الاوربية بذلك سوقًا تلجأ اليها المصارف ذات

القدرة المالية الضخمة لحل معاملاتها النقدية المرتبطة بتغطية الأوامر لأجَل لزُبُنها .

٣ . - السلطات النقدية

لجأت السلطات النقدية إلى سوق النقود الأوربية ، منذ بداية عمل هذه السوق . لأسباب جد متنوِّعة . فقد طرحت بلْجيكا مثلاً قروض اكتتاب عديدة ومهمة بالنقود الاوربية لتمويل عجز ميزانها . ولم يكن حدُّ سلفات مصرف بلجيكا الوطني للخزينة وضيقُ السوق النقدية الداخلية ليسمحا بتوفير تمويل هذه الحاجة المتزايدة لاستدانة السلطات العامة . وكانت بلجيكا تتموّل سابقًا لدى الولايات المتحدة . وكان دين الدولة المقابل لقيمة السندات المصدَّرة ملحوظًا . وقد أُجبرت المصارف على حفظ قسم معيَّن من إيداعاتها في شكل أموال دولة . كما اضطُرَّت المصارف الكبرى إلى توظيف قسم هامّ من أموالها في «تسليفات دولة» وقد أسهمت السوق الاوربية في تسهيل تمويل العجز الميزاني لعدد كبير من البلدان . فقد طرحت المملكة المتحدة أيضًا قروض اكتتاب ضخمة بالدولارات الاوربية لإكمال قروض السلطات المحلّية . ولقد روقبت إصدارات السندات ولجأت الأقضية والمحافظات إلى صيَغ استلاف أكثر تنوعًا . وسهّلت السلطات البريطانية تحويل الدولارات إلى الاسترليني بتدّخلها في سوق القطع . ولقداضطُرت إيطاليا أيضًا إلى اللجوء إلى السوق الاوربية لتمويل عجزها الخارجي منذ عام ١٩٦٣ .

تشرح أهداف ثلاثة فائدةَ السوق الاوربية بالنسبة للمصارف المركزية : ١) هدف تستُّرٍ : ٢) هدف مردودٍ : ٣) هدف ضبطِ سيولةِ

الاقتصاد وحركات رؤوس الأموال.

١. – **هدفٌ تستّرٍ**. – إن تبدلات احتياطيات المبادلة تثير ردود فعل نفسيَّة قد تكون مضرَّة لثبات العملة الوطنية. لذلك تسهر المصارف المركزية على إعداد تركيبة احتياطياتها الرسمية وعلى حفظ حجمها من تقلبات الاسعار غير المناسبة.

يأتي هدف التستّر هذا ليزيل همّ الكتمان والدقة. فبعض العمليات لأجَل مثلاً والجارية بواسطة القطاع المصرفي يضرّ بميزان المصرف المركزي ويبرّر تسويات عرض. وإن هذه العمليات هي التي تؤدي الى ترحيل نقود بين السلطات والمصارف التجارية عندما تغطّي هذه الأخيرة أوامر زُبُنها لأجَل. أو عندما تتدخّل المصارف المركزية في سوق القطع لمساندة العملة الوطنية. وتعوِّض تبدلات الاحتياطيات الرسمية بتبدلات معاكسة لموجودات القطاع الخاص بالنقود بحيث لا تخسر المجموعة الوطنية شيئًا. ونلحظ هنا ضرورة إيجاد تسوية في عرض الميزانية الرسمية.

٢. **هدف مردودٍ**. – يقلّل التضخم من قيمة المملوكات النقدية. فيبدو طبيعيًا أن تسعى المصارف المركزية – وهي مسؤولة عن ثبات قيمة الاحتياطيات الرسمية لبلدانها – إلى حماية إحتياطيات المبادلة من خطر التأكّل النقدي وذلك بتوظيفها بمعدلات ذات عائدة في سوق النقود الأوربية. وقد تؤلّف الأرباح المسحوبة من التوظيفات في السوق الأوربية. بالنسبة للمصارف المركزية في بعض البلدان قيد التطور. العنصر الأهمّ في مواردها. فلا عجب إذن أن يكون معظم إيداعات المصارف المركزية المعرّفة في سوق النقود الأوربية ناشئًا عن هذه البلدان. وتسهّل عائدة احتياطيات البلدان المصنّعة الرسمية تعويضَ بعض خسائر

المردود ، ومع أنه ، منذ ١٩٦٢ ، لم تعد الايداعات الرسمية بالدولارات للمصارف المركزية في الولايات المتحدة تخضع لحد المعدلات الدائنة ، فان السوق الأوربية ما تزال مغرية وقادرة على المنافسة.

ولا تتدخل المصارف المركزية على الاجمال في سوق النقود الأوربية إلا بطريقة غير مباشرة ، ويكون ذلك إما بواسطة مصرف التنظيمات الدُّولية أو بتدخل مصارفها التجارية . ويتلّقى مصرف التنظيمات الدُّولية إيداعات ملموسة بالنقود قد يُضطرّ إلى توظيفها في السوق الأوربية. وتُجرى توظيفات لتذليل بعض حالات تقلّب الأسعار المؤقتة والحاصلة بداعي عمليات نهاية السنة . أو لحجب ضعف السوق أمام تطوّر حاجات السيولة الموسميّة للمصارف التجارية. كما يستطيع مصرف التنظيمات الدُّولية السحب على خطوط القرض (المقايضة) المتوفّرة لديها في نظام الاحتياطي الفدرالي. وتجتهد المصارف – قبيل نشر ميزانياتها – في اظهار وضع متوازن لحساباتها . وهي تسبِّب – عند قيامها بعمليات الترتيب والعرض هذه – بعض توتّرات في السوق ، ويستطيع مصرف التنظيمات الدُّولية ضمان المقابل من أجل تخفيف الضغوط على ارتفاع المعدلات.

٣. هدفُ سيولةٍ وضبطٍ لتحركات رؤوس الأموال. –

وهو الهدف الأساسي. فبموازاة السحوبات على صندوق النقد الدُّولي واتفاقات المساعدة المتبادَلة بين المصارف المركزية ، كانت السوق الأوربية مصدرَ تمويل تتابعي من أجل مساعدة «تكافؤ» العملة في ما مضى . وكانت تحركات رؤوس الأموال وضبط السيولة الداخلية تتمّ غالبًا بتسهيلات تفضيليّة لقروض متبادَلة متّفق عليها بين المصارف المركزية

والمصارف التجارية. وقد لجأت البندسبنك والندرلندشِه بنك ومصلحة النقود الايطالية إلى هذه التقنية المرتكزة على تقديم تغطيات صرف لأجَل للمصارف التجارية، وبشروط تفضيل. وكانت مصلحة النقود تقترح مقايضات تفضيلية للمصارف الإيطالية التي كانت تستعمل اللير لشراء الدولارات نقدًا من المصلحة ثم تبيعها لأجَل دون دفع ربح على اللير (**صرف موحَّد**).

ولقد اعتُمدت سياسة **المقايضة** هذه في ألمانيا الفدرالية، خاصة، ولعدة مرّات، من أجل تغيير توجيه دفقات النقود الأوربية ورؤوس الأموال الأجنبية.

وتلجأ مصارف البلدان المصنَّعة في الغالب إلى السوق الأوربية بصفة العرض. ومع هذا، قرّر حكّام المصارف المركزية. المجتمعون في بال، في حزيران ١٩٧١، إيقاف تغذية السوق بالنقود الأوربية. فلقد ظهر أن عرض النقود من قبل القطاع الرسمي تُسهم في تغذية مدرَج تضخمي بزيادة السيولات الدُّولية. ولا يسمح بمراقبة دفقات رؤوس الأموال في بلدان العملة القوية مراقبةً فعَّالة. وتشجّع السلطات النقدية. من ناحية الطلب. القطاع العام غير المصرفي (في قطاع الخدمات العامة في فرنسا مثلاً) أو الخاص (في اليابان مثلاً)، والقطاعَ المصرفي أيضًا على الاستلاف من السوق الأوربية من أجل تغطية حالات العجز الخارجية وتمويل النشاط الاقتصادي. وبحسب تقديرات صندوق النقد الدُّولي. تقوم بأغلبية الايداعات الرسمية المصرّفة بالنقود الأوربية. البلدانُ قيد التطوّر وخاصة تلك المصدِّرة للنفط. وقد تُحسِّن معلومات أكثر دقة، التقسيمات، وتُظهر حصصَ فئات البلدان في تطوّر الايداعات الرسمية،

أي في انتشار السيولات الدُّولية. ولقد بلغت الموجودات الرسمية المعرَّفة بالنقود الأوربية. بحسب تقديرات صندوق النقد الدولي. ١٠ مليارات حق (أو سند) سحب خاص عام ١٩٧٠. ٣، ١١ عام ١٩٧١، ٨. ٢٠ عام ١٩٧٢. ٥، ٢٥ عام ١٩٧٣. ٣٩ عام ١٩٧٤، ٤٨ عام ١٩٧٥ (حق سحب خاص واحد=١٤، ١ دولار).

الفصل السادس

سوق القَروض الأوربية

١ . - القروض « الدائرة »

تهتم سوق القروض الأوربية بالقروض التي تدبّرها مصارف ذات حجم دُولي بتجميد مواردَ في سوق النقود الأوربية. وتقترب سوق القروض الأوربية ـ في ما يختص بالموارد ـ من سوق النقود الأوربية ـ فيما تقترب ـ في ما يختص بالتوظيف ـ من سوق حاملي السندات الأوربية. واستعمال القروض الأوربية متنوّع ومتغيّر فعلاً ، إذ قد تُستعمَل في الإنشاءات السياحية والصناعية ـ وفي مشاريع التحديث الصناعي ـ وفي تمويل التثميرات المُجزية أو مشاريع استيراد وتصدير الأموال أو الخدمات ـ الخ .. ومعظم القروض الأوربية تُمنح في شكل قروض دائرة. ولقد غدت هذه القروض في السنوات الأخيرة تقنية أساسية في التمويل الدُولي لأجَل متوسّط ـ وهي ترتكز على حالات فتح اعتماد ممنوحة لآجال مختلفة – ويختلف معدلها بين خمس وست سنوات – وفي شكل سلفات لآجال قصيرة – لمدة ستة أشهر إجمالاً – تُجدَّد عند انتهاء كل أجَل.

إن القروض الأوربية هي ـ إلى حدٍّ ما ـ **خطّ قرض** خاص وقرض خاص **قابل للتجديد**. وتكون كمية الأموال المتيسِّرة في فترة السحب

(**فترة إغلاق السحب**) مشروطة في العقد. ويستطيع المستلِف ألّا يسحب كامل القرض. ولكن عليه في هذه الحال. إيفاء عمالة تدفع على قسم القرض غير المستعمَل. والقرض الأوربي هو. في معظمه. قرض إقرار (**مساعدة**). متيسرٌ على الفور ومنسَّق من اقتطاعات بدون كسور بإشعار من كذا أيام. وهو يتميَّز عن خط القرض من حيث انه قد يُدبَّر دونما حاجة إلى تحضير خط قرض. والقرض الأوربي الدائر هو استمرار للقروض القابلة للتجديد. فالقرض القابل للتجديد هو تسهيل قرض لأجَل قصير إجمالاً يكون قابلاً للنقل من جديد لعدد معين من السنوات. ويتوقف القرض القابل للتجديد عندما يتمنَّع المستلِف عن استعماله ويعاود سيره عندما يحتاجه المستلِف من جديد.

والذي يتجدَّد في القروض الدائرة هو معدل الفائدة الذي يدقَّق فيه كل ستة أشهر على أساس معدلات الدولارات الأوربية التي تأخذ بها المصارف المَراجع في لندن. وخاصيّة القروض الدائرة هي في التسوية الدورية للمعدلات. ولقد امتدت هذه التقنية سريعًا على المستوى الدُّولي لحاجة الضمان التي يطالب بها المقرضون والمستلفون لمواجهة التطور المجهول في معدلات الفائدة. ولقد كان هذا الابتكار مزدوجًا من ناحية المعدلات ومن ناحية القرض المدبَّر بواسطة نقابة دُولية للمصارف. فمعدل الفائدة يُحسب على أساس سعر العملة التي تتفوّق في السوق الأوربية عند السحب الأول. ثم يُدقَّق في هذا المعدل دوريًّا على أساس تطوّر المعدلات في السوق الأوربية. وتبدو صيغ تحديد المعدلات. للوهلة الأولى. قليلة التعقيد إذ نقابلها باستقرار المعدلات في الالتزام – الأوربي. فلو استبق المستلِف إنخفاضًا في المعدلات. فانه سيختار فترة أقصر ليختصر الفترة التي

كان سيدفع خلافها المعدل المرتفع والمحدد مسبقًا. وقد يستطيع . بمقتضى بند عدم التزامٍ . اللجوء إلى خطط متكلِّفة بين منحنى معدلات الدولار الأوربي . ومعدل الفائدة المتغيِّر المبرَّر بين عملتين . وإمكانية عدم استعمال القرض المؤقتة إذا وُجد استلاف محلّي ومضارب كافٍ لتعويض عمالة عدم الالتزام . أما من الناحية العملية فتعمل سرعة انتقال المعلومات على معادلة فوارق معدل الفائدة وتقليل امكانيات التحكيم .

الحسنات بالنسبة للمُقرِض . – يسمح بند حماية منصوصٌ عليه في العقد . عند فقدان قابلية نقد مُقرَض . بتأمين القرض بنقد آخر . وقد يكون **بند القابلية** هذا قاسرًا أكثر إذا ما وَجد المصرف نفسه مضطرًا إلى أن يطلب المستلِف إيفاء المتوجب عليه من رأس مال وفوائد النقد المُقرَض في أقرب استحقاق . وقلّما يحدث هذا عمليًا . ويلعب البند دوره عندما يقترح المصرف المرور من نقد إلى آخر عند تجديد السلفات .

الحسنات بالنسبة للمستلِف . – يستطيع المستلِف الاختيار بين عدة نقود في حال تيسّرها في السوق بكميات كافية . وبامكانه السحب بعملة هي غير عملة القرض الاصلي اذا ما كانت هذه العملة قابلة للتحويل بالدولارات بمعدل المبادلة الجاري . وينص **بند حق خيار المبادلة** هذا على ان المستلِف يستطيع . قبل خمسة أيام من الدوام الرسمي سابقةٍ للسحب – أو في أقرب مهلة قبل يوم مراجعة الفوائد – الحصول على كل القرض أو على جزء منه بعملة أخرى متيسِّرة في السوق . كما يستطيع المستلِف قطع تجديد القرض .

بعض الحسنات المشترَكة بين المُقرِض والمستلِف معًا . – تمثل القروض الدائرة من الناحية الفعلية الحسنات والمخاطر نفسها للمقرض

والمستلف معًا. وذلك بمراعاة العقد. واختيار العملة. ومراجعة المعدلات. وطرق الايفاء. أما حسنتها الكبرى في تفاهم الفريقين بالنسبة للتقدير الدوري للفائدة. وقلما ينزع المثمِّرون إلى تجميد مواردهم لفترات طويلة و بمعدلات محدَّدة. كما أن الخطورة تتفاقم عند اتفاق المصارف على ولوج التزامات قرض طويلة الأمد. و بمثل هذه المعدلات.يتمتع المستلِف إذن بحق اختيار النقد ولكن حقه هذا يخضع لموافقة المقرض. ويربط الاتفاق بين قبول المقرض وقابلية النقد.

تشكل التسوية الدورية لمعدل الفائدة للمصرف ضمانة في وجه الارتفاع المفاجىء لسعر المال والضرورة الناتجة عن كون الايداعات لآجال قصيرة أو طويلة الأمد غير كافية إطلاقًا لمواجهة قروض فترة الاستحقاق نفسها. وتبدو القروض الدائرة مغرية بالنسبة للمؤسسات التي لا تستطيع إصدار سندات أوربية بسبب حجمها المالي. وبالنسبة للمؤسسات الأميركية التي لا وصول لها إلى سوق الاوراق التجارية. فسوق القروض الأوربية تسهم في تعريف هذه المؤسسات في الأوساط المالية. وقد تسهم أيضًا في فتح طريق الالتزام – الأوربي لها. وتكمن «الخطوات الأولى» في إصدار سنداتٍ لأمر موظَّفة من قبل **المصارف المديرة** لدى مثمِّرين قادرين. مع العلم أن بائع السندات يرفض كل مسؤولية والمُصدر لا يُسأل إلا عمّا يتعلق بالاكتتاب.

ومع أن صيغة القروض الدائرة تبدو مغرية وليِّنة فانها لا تخلو من المخاطر، ومنها مسؤولية المصرف الذي يلتزم بتثبيت السلفات في وقتها. وعندما تخصَّص القروض لتمويل مشاريع صناعية معدَّة (بناء، تجهيز، إلخ.)، تكون المخاطرة جسيمة إذا كان المصرف لا يستطيع تجميد الأموال اللازمة لتجديد القرض. وتعطي مراجعة المعدلات حماية ضد

التحوّلات الضالّة في معدلات الفائدة ، غير أنها تترك خطورة التجميد كاملة . وصحيح أن المصرف يستطيع تعديل أو تسوية نفقة القرض غير أنه لا يملك ضمانة إيجاد الأموال . يقدِّم التقييسُ إذن ضمانة – معدل لا ضمانة – قابلية .

وقد تأخذ القروض الأوربية شكل **سندات لأمر** صادرة عن المستلِف تجعل القرض ماديًّا . ومع أن السوق الثانوية لم تصبح بعد متطوّرة (وقد يرجع هذا إلى تفضيل بعض المستلِفين لصيغة غطاء الصندوق التقليدية أو إلى كون بعض المصارف يبحث تحقيق تثميرات محفظيَّة) . قد لا تكون مصاعب إعادة التمويل مبالغًا فيها بسبب ليونة السوق .

٢ . – دور سوق القروض الأوربية

أ . **بالنسبة للبلدان الغنية** . – يومَ لم يكن بعض الأسواق المحلية قادرًا – بسبب حالة الضيق التي كان فيها – على توفير حاجات الشركات المتعددة الجنسيات من رؤوس الأموال الضخمة . أو حاجات الحكومات والكيانات العامة منها . وفّرت سوق القروض الأوربية هذه الحاجات وبشروط تنافسيّة . وبخط متوازٍ مع جانب **التمويل** هذا . لعبت سوف النقود الأوربية دور مركز توزيع **ووسيلة تسوية** لفوائض ونقائص ميازين المدفوعات .

ولقد ظهرت الاجراءات التقليدية لتمويل حالات العجز غير ملائمة للظروف العالمية في مواجهتها للخلل في المدفوعات العالمية ولأهمية الأزمة النقدية في الأعوام الأخيرة . وفي أكثر البلدان ذات العملة المهدَّدة . رفعت حالاتُ سقوط قيمة العملات المفروضة بهاجس مضاربةِ نفقةَ

الواردات بنسبةٍ كثيرًا ما كانت أعلى من الأرباح المحسوسة عند التصدير. ولقد نتجت عن ذلك زيادة في الأسعار الوطنية دون أي تصحيح في الحسابات الخارجية. كما طرح تفاقم حالات عجزٍ في ميزان دفع أهم الدول الصناعيّة عام ١٩٧٤. إضافةً إلى الجمود العام في النشاط الاقتصادي. مشكلة تمويل هذه الدول في شيء من الحدّة.

إن التطوّر الدائم. ولكن غير الكافي. لأموال التمويل التي تتغذّى بواسطة الحلقات الرسمية. سواء على أساس ثنائي (إتفاقات القروض المتبادَلة بين مصارف مركزية) أو بواسطة المنظمات العالمية (التمويل المعوِّض). رفع الحصص النسبيّة والحركة النفطية – أي **التسهيل النفطي – لصندوق النقد الدُّولي**). إن هذا التطوّر قد حثَّ الحكومات على الاستعانة مباشرة بالحلقات الخاصة وعلى تشجيع المصارف والمشاريع للاستدانة من سوق رؤوس الأموال العالمية. وبهذه الطريقة تموَّل قسم هامّ من حالات العجز الخارجية لعدة بلدان صناعية بفضل سوق النقود الأوربية. ممّا سهَّل الاحتفاظ باحتياطيات المبادلة احتفاظًا حسنًا.

لقد قابل العجزَ الخارجي المسجَّل عام ١٩٧٤ للبلدان الأعضاء في منطقة منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية فائضٌ في ميزان مدفوعات أبرز الدول المصدِّرة للنفط.

ويُظهر بعض المعطيات أهمية هذه الحلقة ودور سوق النقود الأوربية في تسوية الدفقات الفائضة والدفقات الناقصة. ففي عام ١٩٧٤ بلغ الدّخل النفطي ما يساوي ١٠٥ مليارات دولار. أي ضعف عجز بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية المسجَّل تجاه الدول المنتجة للنفط. ولقد خصِّص قسم كبير من هذا الدّخل لتنظيم الواردات وتمويل التطوّر

الوطني. أما الباقي – ويتألف من نصف الدّخل النفطي ويزيد – فهو قوة تثمير مالي. ولقد اتّجه هذا الفائض المالي نحو ثلاثة قطاعات أساسية هي: مساعدة البلدان المتأخرة في شكل ثنائي وبمساهمة متعدِّدة الجوانب. والتثمير في الأسواق المالية الوطنية والتوظيف في سوق النقود الأوربية. ولقد بلغت التوظيفات في السوق الأوربية ما يربو على ٢٣ مليار دولار. أي ٤١٪ من الفائض في عام ١٩٧٤. أما في عام ١٩٧٥ فان ما يناهز ٣٠٪ من الفائض المالي للبلدان المصدِّرة للنفط قد امتصَّتها السوق الأوربية.

تبيِّن هذه المعطيات دور السوق الأوربية كسوق قروض وسوق إيداعات كما تُظهر **مهمتها كوسيط مالي**. وإن عدم مزامنة الدورات الظرفية المرتَبَط بعدم واقعية المدفوعات الخارجية يسهم في جعل السوق الأوربية إحدى أهم وسائل تمويل النواقص وتشغيل فوائض موازين المدفوعات.

ب. بالنسبة للبلدان الاشتراكية والبلدان التي هي في طور النمو. –

لقد غدا دور السوق أساسيًّا فيها منذ عام ١٩٧٠. ويُفسَّر لجوء بلدان الاقتصاد الاشتراكي إلى سوق النقود الأوربية بتدهور حالة ميزان مدفوعاتها تجاه البلدان الصناعية الغربية وضرورة تمويل تطوّر الواردات من الأموال والخدمات الآتية من الاقتصاد الغربي. وإن توقيعات دول الشرق معتبرةٌ على الاجمال. فلأسباب أخلاقية مذهبيّة، وفلسفة نقدية أو لأي سبب آخر. حافظت بلدان الشرق على التزاماتها. وتُظهر إحصائيات المقطع التالي أهمية القروض بالنقود الأوربية للبلدان الإشتراكية. على

أنه . وإن ظهرت دول الشرق من وجهه النظر الذاتية مدينة (ويمكن كشف ذلك على ضوء حدود المخاطرة العالية المعطاة لها . فان تطور استدانتها الخارجية التدريجي لن يتأخر في المستقبل . من وجهة النظر الموضوعية . في إحداث بعض الشك بالنسبة لامكانيات الايفاء وفي حثّ المصارف الغربية على تقدير تخطيطها القرضي الحرّ . من جديد وفي حذر .

وفي مقابل المساعدة المالية المقدّمة من البلدان الاعضاء في مجلس المساعدة من اجل التنمية في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ، والتسهيلات المعطاة من قبل صندوق النقد الدولي ، وقروض المصرف العالمي (البنك الدولي) وتلك الممنوحة من قبل البلدان المصدّرة للنفط ، زادت السلفات من القروض الأوربية المعقودة مع البلدان التي هي في طور النمو بسرعة خلال السنوات الأخيرة . ولقد استعانت هذه الدول إلى حدٍّ كبير . من أجل مساندة تطورها الاقتصادي واستعمال قدرتها المنتجة في مستواها الأعلى ، بالسوق الدولية لرؤوس الأموال . وبحسب تقديرات مصرف التنظيمات الدولية ، إرتفع مجموع الديون الاجمالية للدول التي هي في طور النمو إلى ما يقارب ٦٢ مليار دولار في نهاية عام ١٩٧٥ ، منها ١٧ مليار دولار في عام ١٩٧٥ وحده . وإن المعطيات الاحصائية اللاحقة تظهر الحركة السنوية لهذه الدول من القروض بالنقود الأوربية .

لقد تغيّرت . منذ ١٩٧٤ . بنيةُ البلدان المعتبَرة في طور النمو وتركيبُها بحسب دخلها تغيّرًا ملحوظًا . ومن الأفضل العمل على تقسيم الدول التي هي في طور النمو بين دول مصدّرة للنفط ودول غير مصدّرة له . ذات دخل فردي أقل من ٥٠٠ دولار . وإن الأموال التي اتّجهت نحو البلدان التي هي في طور النمو تجمّعت أساسًا في البلدان الأكثر تطوّرًا حيث يبلغ معدل الدّخل الفردي ما يزيد على ٥٠٠ دولار .

الاستدانات من سوق القروض الأوربية

فئة البلدان المستدينة	١٩٧٣	١٩٧٤	١٩٧٥	١٩٧٦
بلدان نامية	١١ . ٥	١٧ . ٢	٥ . ٠	٧ . ٧
بلدان في طور النمو	٨ . ٢	٩ . ٦	١٢ . ٤	١٧ . ٤
بلدان ذات تخطيط مركزي	٧ ، ٠	١ ، ١	٢ ، ٦	٣ ، ٠
مختلف	٠ . ٣	٠ . ٤	٠ . ٥	٠ . ٦
جميع الفئات	٢٠ . ٧	٢٨ . ٣	٢٠ . ٥	٢٨ . ٧

(المعطيات : المصرف العالم (البنك الدولي) ، قسم التحليل والتخطيطات الاقتصادية ، بمليارات الدولارات .)

الفصل السابع

سوق النقود الأوربية واستقلال السياسات النقدية

إن التطور السريع لسوق النقود الأوربية طرح عدة أسئلة هامة بالنسبة لاستقلال السياسات النقدية الدُّولية ولثبات النظام المالي الدولي. وتتعلّق المشاكل المستنتَجة عادة :

– بمسؤولية السوق الأوربية في الانتقال الدُّولي لدفقات رؤوس الأموال المضطربة ؛

– بثقل السوق الأوربية التضخّمي ودورها المُضاربي ؛

– بوظيفتها في الخَلق «النقدي» أو في الوساطة المصرفية ؛

– بأثرها الحاسم في ما يتعلق بالسيولة الدُّولية وانعكاساتها على سياسات ضبط النشاط الاقتصادي.

وبالرغم من انعدام العناصر الكمية المناسبة . من الممكن اقتراح بعض عناصر إجابة في ضوء الاختبارات النقدية الحديثة.

١ . – السوق الأوربية والضبط النقدي

إجتهدت التطورات السابقة في إظهار أثر التدابير المقيِّدة على السيولة الداخلية وعلى تطور سوق النقود الأوربية. وترافق هذه التدابير عادة

زيادة في التنافس بين المصارف. وإن غلاء نفقة القرض الداخلي توعز بالاستدانة من السوق الدولية لرؤوس الأموال لتحويل نتاج الدين إلى العملة الوطنية أو لاستعماله مباشرة بالعملة المستدان بها. وهنا. قد تسمح السوق الاوربية بالتهرّب من القيود النقدية الداخلية.

وتشير دراسات في الحساب الكمّي[١] إلى أن تأثير السياسة النقدية المقيِّدة على السيولة المصرفية يعوَّض ٨٠٪ منها بحالات دخل لرؤوس أموال. تقدِّم السوق الأوربية إذن **رؤوس أموال استبدال** تُعوّض أثرَ التدابير المقيِّدة على السيولة الداخلية. ويبدو واضحًا أن رؤوس الأموال هذه هي من وجهة نظر السلطات النقدية «منحرفة» لأنها تخلق حجم سيولة مصرفية هو أعلى من الحجم المطهَّر بواسطة التدابير المقيِّدة.

وقد تكون السوق الأوربية واسطة للتهرّب من تدابير مقيِّدة أخرى كما لو لجأ مقيم مصرفي إلى إقامة **مقايضة** مع مراسل أجنبي من أجل تخفيف التزاماته بالعملة الوطنية والمؤهَّلة لإنشاء احتياطي جبري. ونتذكر أن كندا اضطرَّت إلى التدخل في حزم عام ١٩٧٠ لمنع عمليات **المقايضة**. عملة أجنبية/عملة وطنية. كما أن السوق الأوربية عملت كسوق استبدال في الولايات المتحدة بين ١٩٦٦ و ١٩٦٩ (مراجعة الصفحة ١٧). وفي فترة الضيق النقدي قد تخفِّف الضغوط على السيولات الداخلية بديون في سوق النقود الأوربية. وقد تحلّ النقود الأوربية بعض الشيء محلّ عدم تيسُّر النقد الداخلي وتتصدى لجهود السلطات النقدية لاحتواء تطور القرض المحلي.

(١) م. **پورتر**. تداولات رأس المال كمقابل للسياسة النقدية. الاختبار الألماني. أوراق الموظفين في **صندوق النقد الدولي**. تموز ١٩٧٢.

وفي الامكان إقامة علاقات هامة بين شروط التصدّي للسندات. وعلاقة حدّ الاستحسام الأعلى. والميل إلى تحويل النقود الأوربية في أسواق الصرف. وقد تُموِّل المصارف بالعملة الأجنبية القروض التي لا تستطيع تقديمها بالعملة الوطنية. فالسوق الأوربية تلعب دور «مقرِض آخِر المطاف» بالنسبة للاسواق المحلية في فترة الضيق النقدي.

ومن المفيد التذكير بأنه في بعض البلدان كألمانيا الفدرالية وسويسرا تُستعمل سوق النقود كمساعِدة للمصارف الكبرى في السوق النقدية. وعن طريق ديون متبادَلة تسلِّم المصارف التجارية النقود إلى المصرف المركزي وتتسلّم بمقابلها عملة وطنية. فبالنسبة إلى هذه البلدان. تلعب سوق النقود الأوربية دور سوق نقدية تكميلية «يتموّل» بواسطتها بعض المصارف من جديد وتتأكد السلطات من أن الأعمال التي تقوم بها هي مطابقة لتوجيهات السياسة النقدية وموافقة لتحقيق التوازن الداخلي. وتدل دراسات تجريبيّة (١) على أن ٩٥٪ من العملة المركزية في ألمانيا الفدرالية بين ١٩٥٠ و ١٩٦٨ مصدرها عملات أجنبية – ليست ضرورةً من سوق النقود الأوربية – محوَّلة في سوق القطع. وتجاه دخول رؤوس الأموال هذه جرى النظر في الوسائل التقليدية لسياسة البندسبنك النقدية. وقد سوندت عمليات السوق المفتوحة – وهي سوق ضيقة. قياسًا. في ألمانيا – بسياسة تدخل في سوق القطع. ويلاحظ أن دخول رؤوس أموال إلى ألمانيا رافق التطوّرَ الشديد في الكتلة النقدية الداخلية.

(١) د. ماليسَن. جامعة كولمبيا. بحسب ما ذكره ر. ماكّنن في: النظرية النقدية والمرونة المراقبَة في القطع الأجنبي. دراسات برنستن في الماليّة الدّولية. رقم ٨٤. ١٩٦٢.

وفي البلدان ذات الفائض الضخم كان لدفق النقود الأوربية تأثير توسُّعي بالنسبة لمعدل الصرف (المبادلة) الوطني. ومن أجل تحديد تثمين العملة الوطنية والحفاظ على السيولة الداخلية لجأت القيود المتَّخذة إلى تضييق السياسة النقدية. وقد اضطُر البندسبنك بين شباط وآذار ١٩٧٦ إلى إزالة مفعول ما يقارب ١٠ مليارات مارك ألماني من الدّخل بالنقود. كما اضطُر إلى تغيير سياسته النقدية في السوق المفتوحة بتصفية جزء من محفظة سنداته ذات الدّخل الثابت لتعويم فائض سيولة الادارات الفدرالية ورفع مُعامِل الاحتياطي الجبري. ولقد غدت اليوم قليلة المصارفُ المركزية الكبرى التي لا تأخذ بعين الاعتبار تحوّلات معدلات الفائدة في السوق الأوربية لتحديد معدلات الفائدة الوطنية. ويُظهر كل هذا أن السوق الأوربية، دون أن تكون الأصل، قد عاكست، فعلاً، استقلال السياسات النقدية وزادت من عدم التوازن الدُّولي.

٢. – هل تؤدي السوق الأوربية إلى التضخّم؟

للاجابة على هذا السؤال يحسن التذكير بالوظيفتين الأولَيَين لسوق النقود الأوربية. فمن جهة أولى هي سوق وساطة في القرض: فهي تحوِّل موارد قصيرة الأجَل إلى قروض لأجَل متوسط. وفي وظيفتها الثانية هي سوق بيمصرفية. ووظيفتها هذه تعطيها التأثير نفسه الذي للمعاملات على أموال فدرالية في الولايات المتحدة. تلك المعاملات التي تؤثر في المستوى العام للاحتياطيات أقل مما تؤثر في توزيعها داخل النظام الفدرالي. وكذلك. تزيد السوق البيمصرفية بالدولارات الأوربية من سرعة الايداعات بين المصارف وتغيِّر توزيعها داخل النظام المصرفي الأوربي.

والمقصود هنا هرم من الايداعات التي لا تشير حتمًا إلى تطوّر في العرض القرضي.

وتمثل السوق البيمصرفية اليوم حصة هامة في سوق النقود الأوربية في ما يتعلّق بتمويل المعاملات التجارية. والخَلق «النقدي» داخل الدائرة المصرفية الأوربية هو خلق **عملة مصرفية** على عكس **العملة الحقيقية** التي قد تزيد من الضغوط التضخُّميَّة في الدائرة الاقتصادية. وخلق العملة المصرفية هذا ليس حتمًا تضخّميًّا. فقد ينتج التأثير التضخّمي للسوق الأوربية من خلال وظيفتها الوسيطيَّة. أما هنا، فنستطيع الاستنتاج أن المصارف الأوربية، بمنحها للقروض، تقوم بخلق العملة لتلبية طلب القرض، فيكون طلب القرض، لا عرضه، هو الذي يحرِّك المدرج التضخّمي للخلق «النقدي». ولنسعَ إلى استخراج ثلاث نتائج دفقات نقود أوربية ممكنة على وتيرة التضخّم.

١. دفقات رؤوس أموال من الولايات المتحدة نحو السوق الأوربية. – لقد كانت هذه الفئة من الدفقات هامة خاصة بين ١٩٦٧ و ١٩٧٠ عندما غدت المصارف الاميركية دائنة بالنسبة للسوق الأوربية. ولقد فسِّرت حالات الدفق هذه: ١) بزيادة في العرض القرضي المصرفي في الولايات المتحدة و ٢) زيادة في حجم سوق الدولارات الأوربية من ناحية الموارد، أو بالأحرى زيادة في قوة العرض القرضي المصرفي الأوربي.

٢. دفقات رؤوس أموال ضمن الدائرة المصرفية الأوربية. – إذا ما أقامت الدائرة علاقة بين مصرفين غير مقيمَين في بلد واحد، يسجِّل البلد المقرِض تقلّصًا في أمواله المتيسِّرة بالنقود فيما يسجِّل البلد المستلِف زيادة في

إيداعاته بالنقود : الفعل الانكماشي إذن لدى البلد المقرِض يعوِّض الأثر التضخّمي للبلد المستلِف. وإذا اتّجهت الدفقات من بلدٍ في حالة ضيق نقدي نحو بلدٍ في بحبوحة نقدية. نستطيع أن نقدِّر أن البلد المستلِف. والمتمتّع بسيولة فائضة، يظهّر التزامه الايداعي ولا يزيد في عرضه القرضي. وهذا شبيه بالأثر الانكماشي. وفي إمكانية ثالثة. إذا توجهَت الدفقات من بلد بحبوحة نقدية نحو بلد ضيق نقدي ومستوى سيولة منخفض. نشهد، إحتمالاً. تطوّرًا في العرض القرضي شبيهًا بالأثر التضخّمي.

٣. دفقات رؤوس أموال من السوق الأوربية نحو الولايات المتحدة. – لقد حصل مثل هذه الدفقات مرارًا وعلى نطاق واسع عندما أصبحت الشروط النقدية ضيقة في الولايات المتحدة. وإن كانت السلفات الأوربية مموَّلة بنقص التزامات النظام المصرفي الأميركي نحو الخارج. فان إمكانية القرض لدى المصارف الأميركية لا تتأثّر لأن الايداعات الجديدة النابعة من سوق الدولارات الأوربية تعوِّض بواسطة الايداعات الأساسية نحو الخارج. ممّا يشابه أثرًا تضخميًا لا قيمة له. وإن كانت السلفات الأوربية مموَّلة بنقص في الديون القصيرة الأجَل لمصرف أوربي تجاه مصرف أوربي آخر. فان زيادة في الالتزامات الايداعية للمصارف الأميركيّة تظهر وتكون شبيهة بأثر تضخّمي.

وإن نحن قارنّا بين قدرة الخلق «النقدي» لدى السوق الأوربية وقدرة الأنظمة المصرفية الوطنية في المجال نفسه. نلحظ أن السوق الأوربية تطوّرت دومًا منذ ١٩٧٠ على نطاق نسبي أكبر من المجموع النقدي بمعناه الواسع في الولايات المتحدة. ولقد بلغ معدل تطوّرها السنوي بين ١٩٧٠

و ١٩٧٥ ٣٤٪. وقارب «عرض النقد» الصافي للسوق الأوربية عام ١٩٧٥ تطوّرَ العرض النقدي في الولايات المتحدة (٤٦ مليار دولار). وإذا نحن أخذنا بعين الاعتبار العمليات البيمصرفية للسوق الأوربية. ولا نستثني مراكز تجارة السواحل. لاستطعنا إلى حدّ ما مقابلة «عرض نقد» السوق بالحجم الاجمالي للعرض النقدي (بمعنى التطوّر السنوي) للبلدان المصنَّعة الكبرى.

وبين عامي ١٩٧٢ و ١٩٧٤ فاق تطور «المجموع النقدي» للسوق الأوربية تطوّر المجموع النقدي لفرنسا وجمهورية ألمانيا الفدرالية معًا (١٠٨ مليارات دولار). ولا نستطيع طبعًا أن تستنتج من ذلك أن السوق الأوربية تجرّ إلى التضخّم أكثر مما تجرّ إليه الأنظمة المحليّة. مع العلم أن هذه المعطيات تبعث على الافتراض بان للسوق الأوربية حصّتها في مسؤولية الإسراع في التضخّم العالمي.

ولكن. تُتهم السوق الأوربية بتضخيمها لحركات رؤوس الأموال المولِّدة لعدم التوازن. وباسهامها في تطوّر السيولات الدُّولية. فمن جهة قد تُضخِّم السوق احتياطيات المبادلة بتسييرها دفقات رؤوس الأموال الأجنبية نحو البلدان ذات العملة المرشّحة لإعادة في التقدير: كما قد تُثقِل. من جهة ثانية. الاحتياطيات الرسمية باجبارها المصارفَ المركزية على التدخل في أسواق المبادلة لحماية العملة الوطنية من خفض في قيمتها. ومن شأن المعطيات الاحصائية هناالايضاح بمزيد من الدقة. فحتى عام ١٩٧٢ كان عجز ميزان المدفوعات في الولايات المتحدة يمثل المصدر الأساسي للسيولة الدُّولية. أما اليوم، **فان سوق النقود الأوربية تميل إلى القيام مقام عجز ميزان المدفوعات الأميركي كمصدر أساسي للسيولة**

الدولية. وإن اسهام السوق الأوربية في تطوّر السيولة الدّولية قد بلغ ٤٥٪ في ١٩٧٣، و ٥٠٪ في ١٩٧٤ و ٦٣٪ في ١٩٧٥. ووظيفة خلق السيولة هذه تتجاوب فعلاً والدور الذي لعبته السوق الأوربية في إعادة توزيع الموارد المالية على الصعيد العالمي، سواء لجهة استيعابها لزيادة البلدان ذات الفائض المالي أو لجهة تمويل حالات العجز الخارجية لعدد كبير من البلدان المصنَّعة. ولقد تمّ لعب هذا الدور بشروط متناسقة، أما المقابل فكان - بالرغم من أن السوق الأوربية ليست تضخّمية - أن هذه السوق قد تشكل عائقًا دون الكفاح ضد التضخّم:

- فما دامت سوقًا بيمصرفية تخلق عملة تنتقل ضمن الدائرة المصرفية، قد لا تكون، بالتالي، تضخّمية؛

- وما دامت سوقًا للقرض موجَّهة لتمويل التجارة العالمية والتطور الاقتصادي، فقد تكون واسطة قرض أكثر منها خالقة عملة؛

- وما دامت سوقًا استبدالية تؤمّن رؤوس أموال متيسِّرة في البلدان حيث تضغط سياسات التضييق النقدي على السيولة الداخلية، فانها تخلق سيولة معوِّضة قد لا تكون تضخّمية ولكنها قد تُسهم في قلب التنظيمات الوطنية والتأثير على قدرة الحكومات في إدارة سياسة نقدية مستقلّة؛

- وما دامت سوقًا تكميلية تلجأ إليها المصارف لأنها أكثر تنافسيةً، فان سوق النقود الأوربية تخلق سيولة إضافية تستطيع تغذيةَ العرض القرضي، ومساندةَ توسّع المجاميع النقدية وزيادةَ الضغوط التضخّمية.

٣. - السوق الأوربية، أزمة العملات والمُضاربة

رغم صعوبة تقدير أهمية ضغوط السوق الأوربية المُضاربيَّة، لا

نستطيع إنكار دورها المقرَّر في اضطراب أسواق الصرف مهما كانت أسباب هذا الاضطراب. وإلَّم تكن السوق الأوربية السبب الأول للأزمات المُضاربية منذ التعويم العام للعملات. فهي وسيلة تمويل و قناة انتقال للدفقات المُضاربية.

ويقوم الوضع المُضاربي، إذا كانت العملة مرشَّحة للسقوط، على استدانة هذه العملة في السوق الأوربية إلَّم تكن موجودة لديها بكميات كافية، ثم على بيعها مجدّدًا وبسرعة في سوق القطع على أمل شرائها من جديد وبسعر أفضل بعد سقوطها أو خفض قيمتها.

وعلى العكس من ذلك، إذا كانت العملة مرشّحة لاعادة تقويم، فانها تصبح عرضة لطلب سوق القطع في غالب الأحيان وذلك نقدًا وفي سبيل إعادة بيعها لأجَل بعد إعادة تقويمها أو رفع قيمتها. ويستطيع المنفذ، في فترة ما بين هاتين الحالتين، توظيف ناتج الشراء في السوق الأوربية لتحقيق علاوة إعادة التقويم لأجَل.

ومن المستحسن التنويه ممّا سبق رسمه – وهذا الرسم عمليًا هو أكثر تنوّعًا – بأن السوق الأوربية لا تؤدّي أساسًا إلى تحرّكات رفع أو خفض قيمة العملات بل تموّل وتفكّك الأوضاع المُضاربية عندما يُثار سريان عدوى العملات.

ويبدو الدور المُضاربي أكثر وضوحًا في الانتقال الدُّولي لدفقات رؤوس الأموال. فتحرّكات رؤوس الأموال في ألمانيا أخذت طابعًا مُضاربيًا أكيدًا. ويُبيِّن لنا بعض المعطيات أهمية هذه الظاهرة. فبين كانون الثاني وآذار ١٩٧١ بلغ دفق رؤوس الأموال لأجَل قصير ٦، ٧ مليارات مارك ألماني. ولقد تدفّق ملياران من الماركات الألمانية إلى ألمانيا في شهر

نيسان وحده. ومن الثالث إلى الخامس من أيار بلغت رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة إلى ألمانيا ٨ مليارات مارك ألماني ممّا اضطرّ البندسبنك. حفاظًا على وتيرة ارتفاع العملة الوطنية. إلى إستيعاب مليارين منها. ومن مجموع ٦٩ مليار مارك ألماني من الاحتياطيات الرسمية. كان هنالك ١٧ مليار مارك ألماني مصدرها رؤوس أموال قصيرة الأمد مسجّلة منذ بداية العام نتيجة تقلّب آجال الدفعات وخاصة الالتزامات القرضية التي عقدها المقيمون الألمان في السوق الدُّولية لرؤوس الأموال. ولامتصاص السيولة الفائضة وإعاقة التضخّم الزائد لاحتياطيات المبادلة لجأت السلطات الفدرالية إلى التدخل بالحدّ من ارتفاع المارك الألماني. وفيما تابع دخل رؤوس الأموال دفقه توسَّع إرجاء الإيفاء إلى ٤٣ . ١ ٪ في شباط وإلى ٤ ٪ في مطلع شهر حزيران. ولقد عرض البندسبنك ديونًا متبادَلة بشروط تفضيليّة على المصارف التجارية من أجل تشجيع خرج رؤوس الأموال. وإن اختبار عام ١٩٦٩ عاد فحصل من جديد بشروط مشابهة تمامًا. فرؤوس الأموال الدائرة مجدّدًا بواسطة ديون متشابكة عادت من جديد وتوجهّت نحو ألمانيا بحركة العمليات الدائريَّة المعروفة باسم **«أثر حفلة فروسية»**. وتمّت هذه الحركة على أربع مراحل : ١) باع البندسبنك. لاعادة دوران فائضات رؤوس الأموال. دولارات نقدًا إلى المصارف التجارية مع وعد بالشراء عند حلول الأجَل : ٢) ووظّفت المصارف التجارية هذه الدولارات في السوق الأوربية ؛ ٣) فاستطاعت مؤسسات مالية الاستدانة من سوق الدولارات الأوربية من أجل إعادة بيع هذه الدولارات مقابل ماركات ألمانية ممّا اضطرّ البندسبنك إلى شراء النقود من جديد وبيع عملته الوطنية في المقابل منعًا لحصول ارتفاع زائد في قيمة المارك الألماني. وهكذا، فيما كان الهدف إعادة دوران دفقات رؤوس

الأموال. أدّت دورة جديدة لخلق «النقود» إلى تضخيم احتياطيات مبادلة البندسبنك من جديد. ولقد أعادت هذه المعاملات الدائرة دفقات مبادلة إلى السوق الداخلية وسمحت للمصارف التجارية بقبض ربح هو الفارق بين معدل المقايضة وسعر العملة لأجَل في السوق. كانت السوق الأوربية إذن منقذة بحيث أسهمت في إعادة دوران رؤوس أموال فائضة. كما جعلت مقاومة المُضاربة صعبة بتمويلها للأوضاع وتسهيلها للعمليات الدائرة. واضطرّ أخيرًا البندسبنك إلى تعديل طرق تدخّله فسحب عملياته لأجَل مؤقتًا وتدخّل عن طريق القروض الخاطفة.

وقد نستطيع من زاوية أخرى. تحديد دور السوق الأوربية في أزمة العملات عام ١٩٧٦.

ففي آذار. كان الفرنك قد تأثر بانخفاض قيمة الاسترليني فسقط إلى ادنى مستوياته تجاه المارك الألماني. وأنذرت المبيعات الهائلة للفرنكات عن وجود تغيير في تكافؤ الأسعار. لا محالة. وقد أسهم المأزق السياسي الايطالي وتخفيض المعدل المدير في المملكة المتحدة في تغذية تيارٍ مُضاربيٍّ قوي ضد الفرنك. وما لبثت العدوى أن عمَّت وانتقلت إلى العملات الضعيفة في أوربا. ففي ٢١ كانون الثاني ١٩٧٦ قرّرت الحكومة الايطالية إغلاق سوق القطع. وخُفِّضت البِزتّا في التاسع من شباط بنسبة ٥، ٩٪. وفي الثامن من آذار وُجد الفرنك في حدّ ثعبان الجماعة الأوربية الأدنى. وفي الثالث من نيسان أعلنت الصحافة الماليّة عن رقم قياسي تاريخي لانخفاض الليرة الإسترلينية. ورغم عمليات المساعدة للّير – المموّلة بمساعدة مالية من البندسبنك وبسحب على مصرف نيويورك الفدرالي – بلغت نسبة انخفاض العملة الايطالية تجاه الدولار ٢٥٪ منذ

إعادة فتح سوق القطع في شهر آذار. ولقد غطّى المنفّذون الذين باعوا فرنكات عملهم باستلافهم من سوق الفرنك الأوربية. واقتربت معدلات هذه السوق عدة مئات من النسب المئوية. وظهرت تدخلات الدعم من قبل السلطات النقدية الفرنسية غير كافية لإزاحة المُضاربة عن الفرنك. وبلغت الاستدانة من اتحاد الجماعة الأوربية (فيكوم) ٧ مليارات من الفرنكات. وفي الثاني عشر من شهر آذار خسر مصرف فرنسا ٤ مليارات فرنك في ٢٤ ساعة، أي ١٦٦ مليونًا في الساعة أو ٢.٧ مليون في الدقيقة. تجاه هذا الوضع، لم يكن باستطاعة سياسات التسوية الالتقاء على تفسير واحد للوسائل المناسبة. وكان إغلاق سوق القطع سيسبّب تسكير الأبواب في وجه المنفّذين الذين غدوا مكشوفين تجاه العملة الوطنية. ولو تعيّن على مصرف فرنسا القيام بعملية «خنق» المكشوف كما في السابق لاضطرّ المنفذون إلى شراء الفرنك من جديد وبسعر أغلى عند حلول الأجَل. فاقترح البعض إعادة تنظيم المعدلات المتكرّرة وتوسيع حدود تقلّب أسعار العملات الأوربية المسموح بها. وتساءل البعض الآخر عن امكانية العودة إلى وضع شهر آب من عام ١٩٧١ عندما نظّم مصرف فرنسا سوقًا رسمية للعملات التجارية وسوقًا ماليّة تجري فيها تحديدات الأسعار في حرية. ولقد كان القرار الحتمي سحب الفرنك خارج طوق تحديدات الأسعار العامة في الخامس عشر من شهر آذار عام ١٩٧٦.

إن فترة الاضطراب الحاد هذه في أسواق القطع لا نستطيع عزوها إلى فعل سوق النقود الأوربية وحدها. فالأسباب الأولوية لأزمة العملات لم تكن تحرّكات رؤوس الأموال المنقولة عن طريق السوق الأوربية. فالتلاعبات في التنظيمات الدّولية سواء بالنسبة للحجم (إنقاص قيمة أو زيادة قيمة فواتير الواردات) أو بالنسبة للسرعة (التسرّع أو التأخير في

آجال الدفع) حصّتُها في مسؤولية تحريك رؤوس الأموال المضطربة والتي زادت من حدة أزمة العملات.

مثلّث السوق الأوربية إذن **سوق إيداع وعبور** سمحت بتمويل أوضاع مُضاربية دون أن تكون في أساسها. فهي وسيلة أكثر منها سبب للمضاربة مع أن حجم الأموال التي تجتذبها وسرعة انتقال هذه الأموال يعرّضان العملات لخطر المُضاربة.والسوق تغذّي سيرورة مُضاربية تجد أصلها في عدم توازن العملات وفي كون الأسواق المالية الدُّولية قد أصبحت أكثر ترابطًا فيما الاقتصاديات لا تتطوّر على الوتيرة نفسها. وتكون السوق في هذا المجال شريكة في الأزمات النقديةأكثر منها مذنبة. وهي مسؤولة عن الميل إلى قياس المعدلات الدُّولية للفائدة. ولكن أثر تسوية معدلات الفائدة هذه. وإن كان منقذًا في حد ذاته أو يفتح الطريق نحو عملية دمج أكبر. قد يبدو مجحفًا لأنه يشير جبرًا إلى تسوية لا تتناسب والاقتصاديات ذات الوجوه الاقتصادية المختلفة. إن دفقات النقود الأوربية هي ردّ الفعل الطبيعي تجاه فقدان التناسق في السياسات النقدية لمختلف البلدان. وأحد الأسباب الأولوية التي ولّدت دفقات النقود الأوربية في الأزمات المُضاربية في السنوات الماضية ارتكز – على ما يبدو – على العوائق والمقاومات التي واجهت سيرورة التسوية. ففي آذار عام ١٩٧٦ . وقد أخذنا بالمثال السابق. كان معدل صرف الفرنك مجمدًا في وضع لم يعد متطابقًا والحقائق الاقتصادية التحتية. وهكذا أُجِّل تحقيق تسويات ضرورية بلامسَوغ. مما جعل تحركات النقود الأوربية أكثر حساسية بالنسبة لإمكانية تغيُّر الأسعار. وتأخير تسويات الاسعار زاد من مرونة الدفقات لأجَل قصير بالنسبة لتوقّعات تغيّر سعر تعادُل العملات.

وفي الأزمات المعروفة بالمُضاربية في تشرين الثاني عام ١٩٦٧ . او تشرين الأول عام ١٩٦٩ . أو ايار عام ١٩٧١ أو آذار عام ١٩٧٦ . كان ما يجذب أو يبعد رؤوس الأموال المضطربة ليس التسوية النقدية كقرار عليه أن يتدخّل في وقت معين بل التسوية النقدية كقرار يتطلب تحقيقه وقتًا معينًا . وبين « وقت التفكير » و « فعل التقرير » حافظت توقّعات مختلفة على جوٍّ عصيب في أسواق المبادلة . وقد تضخّمت إشاعات موضوعها تغيير في أسعار العملات . كما زادت حدّة التوقّعات المُضاربية . واتجهت عمليات أخذ المواقف في طريق واحدة . فقد رشّحت العملات القوية لأن تصبح أكثر قوة . ورشّحت العملات الضعيفة لأن تصبح أكثر ضعفاً . وبالتأخير في عملية خفض قيمة العملات . ألزمت البلدان المعنيّة نفسها، في المقابل . بمعدلات فائدة عالية . مع أنه ليس أكيدًا . في فترة الاضطراب العنيف . أن مناورة معدل الفائدة هذه قد تؤثّر على اعتبارات مبادلة المنفذّين . ففي زيادة المعدلات المحلية تتحقق وسائل قادرة على الاحتفاظ برؤوس الأموال . ولكن تأجيل التسوبة يفتح المجال أمام دخول رؤوس الأموال المُضاربية . وإلى شكٍّ عمليات الانتظار (الأفق الزمني) أُضيفت تفاوتات المعدلات بين مختلف المناطق المالية (الأفق المكاني) . ولقد حدَّدت تصلّبات داخلية معدل الصرف الوطني في وضع كيفي لا قدرة له على التحرّك داخل الدائرة . إلا أن الضغوط المُضاربية لم تلبث أن تضخّمت فأدت إلى إلغاء هذا الوضع الكيفي وإعادة الوضع المناسب وفقًا للوقائع الاقتصادية وللجوار الدُّولي .

ماذا كان دور السوق الأوربية هنا؟ لقد كان دور هذه السوق الفعّالة والخبيرة أنها انتفعت من التصدّيات بوجه سيرورة التسوية . فلعبت

بتعاقب مراحل رفع قيمة العملات وخفضها. وضاربت مستفيدةً من التصلّبات الكيفيَّة وتأجيل التسويات الحتميّة. واستفادت من الأوضاع الفوضويّة. وهربت أخيرًا من الأنظمة المتقلّبة ولجأت إلى البلدان «النشطة» و «المطيعة». ويبدو أكيدًا أن الأزمات الوطنية زادت من تحرّكات رؤوس الأموال الدُّولية. إن الدور المقرر للسوق الأوربية في سياسات الضبط هو في إظهار ضعف حركات التسوية واهدافها. وفي تأكيد ضرورة إيجاد درجة تقارب أعلى. وتعاون أوثق بين حكومات البلدان المختلفة.

خاتمة

مسألة «مراقبة» سوق النقود الأوربيّة

من المفيد . في ختام هذا المؤلَّف . إدراج بيان بالحسنات التي تقدمها السوق الأوربية إلى الجماعة الدُّولية . وبالسيئات التي قد تورِّط سياسات الضبط فيها .

الدفاع . – إن السوق الأوربية :

– تسهِّل التعويض بين فائضات وحالات عجز ميازين الدفع ، فتموِّل حالات عجز وتشغِّل فائضات ميازين الدفع صونًا لأي خفض أو تضخيم زائدَين في احتياطيات المبادلة ؛

– تجيب بشروط تنافسية على حاجة تمويل التجارة العالمية ؛

– تخفِّف نفقة الترحيل بين المناطق المالية ؛

– تقرِّب عرض وطلب جميع الفرقاء في العالم ؛

– تؤمِّن حركيَّة أكبر لرؤوس الأموال الدُّولية ؛

– تجذب فائضات التوفير نحو البلدان المتمتِّعة بقدرات تثمير هامة ؛

– تخفي ضيق بعض الأسواق الوطنية وتموِّل الحاجات لرؤوس الأموال بمبالغ ضخمة ؛

– تزيد من فعّالية تثميرات رأس المال ؛

- تمثّل وسيلة تحسين للموارد المالية على النطاق العالمي ؛
- تُلبّي الطلب على النقد بالقرض أكثر ممّا تلبيه بالشراء ؛
- تنسّق بين فوارق معدلات الفائدة بين مختلف الأسواق المالية ؛
- تمثّل محرّك دمجٍ للاقتصاديّات.

الاتهام. – تستطيع السوق الأوربية :

- زيادة حدة الضغوط التضخّمية ؛
- تمويل أوضاع مُضاربية ؛
- تمثيل وسيلة لقلب التنظيمات الوطنية ؛
- إنشاء مخزن لرؤوس الأموال المضطربة ؛
- زيادة سرعة تحرّكات رؤوس الأموال لأجَل قصير وتضخيمها ؛
- التأثير على حركات التسوية تأثيرًا غير ثابت ؛
- زيادة السيولات الدُولية ؛
- زيادة الحاجة إلى الاحتياطي من أجل الدفاع لدى تغيّر الاسعار ؛
- نقل التقلّبات الاقتصادية نقلاً يضعف تطبيق السلطات لسياستها الاقتصادية ؛
- التأثير على استقلال السياسات الوطنية.

وبمعزل عن هذا البيان – الذي قد نتساءل بالنسبة لبعض نقاطه هل تَظهر أكثر نفعًا أو ضررًا – ، يبدو أن الحكم على دور السوق الأوربية وتأثيرها متعلّق بالظروف. فمن ناحية فعّالية المقايضات وتحركات رؤوس الأموال تغلب النقاطُ الايجابية النقاطَ السلبية. أما من ناحية ثباتَ التوازن

المالي الدّولي فيبدو أن الجانب السلبي يغلب الجانب الايجابي. وعلى الاجمال، يبدو أكيدًا أن السوق الأوربية قد أفادت عددًا كبيرًا من البلدان أكثر ممّا أساءت إليه.

وتجاه الحسنات التي تلقّتها بلدان عدة من النشاطات المصرفية الأوربية والعوائق التي وضعتها السوق الأوربية أمام تطبيق السياسات النقدية لبلدان أخرى، لا يبدو مستغربًا أن يؤدي طرح مسألة «مراقبة» السوق الأوربية إلى مناقشات عنيفة.

يقدّر البعض أن المراقبة المتعددة الجنسية ليست مناسبة لحل المشاكل التي تطرح في صيغ مختلفة بحسب الاقتصاديات الوطنية؛ ومع تشديده على الفائدة التي قد تجنيها السلطات النقدية والقطاع العام من السوق الأوربية، يعتبر بأن تطبيق مراقبة دُولية على النشاطات المصرفية الأوربية قد يعطل حرية تحرّكات رؤوس الأموال دون أن يحلّ المصاعب الداخلية. ويميل البعض الآخر، دون أن ينكر ضرورة وجود ضبط وطني ومع تبيانه للنتائج المشؤومة التي قد تسبّبها المراقبة الوطنية للبلدان المجاورة، إلى تأييد فكرة الضبط المنسّق على الصعيد الدّولي التي قد تيسّر، وحدها، وجود تطوّر منسجم وفعّال لبنيات السوق الأوربية المصرفية.

ويُبرز كثيرون ضرورة وجود إشراف على النشاطات المصرفية الأوربية، مع مراعاة التطور غير المنظّم لعمليات المبادلة التي قد تفوق مبالغها احتياجات الزبن، فتؤدي إلى تلف السيولة، وتدهور حافظات القرض، وإلى خطورة تغيّر مرتبطة بالموارد العائدة من تمويلات لأجَل قصير وإلى إعادة تمويل الديون في فترة المعدلات التصاعديّة. ويشدّد غيرهم على ضرورة إيجاد مراقبة متعددة الجنسية لدفقات رؤوس الأموال.

وتناسق في معدلات الفائدة لمختلف البلدان. وسياسة تدخّل في السوق المفتوحة تقودها معًا المصارف المركزية للبلدان المعنية. ويلحظ بعض المعلّقين. أخيرًا. فقدان التنويع في العمليات (خاصة بالنسبة للاتحادات المصرفية في لندن). وتجمّع الديون في بلد معيَّن. وقلّة التدابير المتخذة لحماية المودعين. وضيق رأس المال الخاص. وخسائر المبادلة بأوضاع مُضاربيَّة على العملات. والمخاطر التي تجشَّمها خلال السنوات الأخيرة التطورُ الفريد للقرض الدُّولي.

وفي اختصار. تبحث مسألة مراقبة سوق النقود الأوربية في نوعين من الجدل الواقع بين الذين يقدِّرون مع س. و. مكماهون في المملكة المتحدة وجوبَ التفريق بين الاشراف العادي على النشاطات المصرفية الأوربية والمراقبة الفعلية لسوق النقود الأوربية. ويزعمون على غرار **المدير المنفِّذ** لمصرف إنكلترا أن السوق الأوربية غير خاضعة لأي مراقبة (١). والذين يوضحون مع أندره ده لاتـر في فرنسا نظام الحظوة الذي تستطيع المصارف الأوربية العمل في ظله سواء للحصول على إيداعات أو لإمكانية منح القروض. وهو نظام متعارض والسياسة النقدية الوطنية الفعّالة (٢).

وبين الاقتراحات المتعلّقة بمراقبة السوق. يظهر نظام احتياطي جبري على الالتزامات بالنقود الأوربية. ويرتكز هذا الاقتراح على إثبات واقعي

(١) س. و. مكماهون. في مراقبة الأسواق الأوربية. مصرف إنكلترا. **النشرة الربعيّة**. آذار ١٩٧٦.

(٢) أ. ده لاتر. محاضرة. سان فرنسيسكو. حزيران ١٩٧٦.

هو أن مصارف أغلبية الأنظمة المصرفية الوطنية تراعي احتياطيًا جبريًا في الحساب لدى مؤسسة الاصدار. وقد يبدو نظام كهذا مؤمّنًا لتماسك أوثق بين النظام الذي يرتكز عليه العمليات بالعملات الأجنبية والإطار الذي تجري ضمنه العمليات بالعملة الوطنية. يُبرِّر هذا النظام نفسه، إذن، بحتميّته وضرورته. نقول «حتميّته» لأن ما من شيء يسمح بتبرير نظام الحظوة للعمليات بالعملات الأوربية. ونقول «ضرورته» لأنه قد يشارك السلطات النقدية في عمليات القرض بالنقود الأوربية. وتبدو الحال هكذا شبيهة بتلك التي حدت بالسلطات إلى إقامة نظام الاحتياطيات الجبرية في الأنظمة المصرفية الوطنية الأساسية. وكان المقصود يومها إعادة سلطة المصارف المركزية. فالمصارف التجارية، فعلاً، تحوز استقلالاً متزايدًا في إعادة التمويل كلما انخفض حجم الأوراق الدائرة بالنسبة للحجم النقدي وازدادت تحركات رؤوس الأموال مع الخارج. وطبعًا، سوف يصطدم تطبيق نظام احتياطي جبري في السوق الأوربية بالتعقيد التقني للتحرّك وبمخاطرة مزدوجة: أفلن تجري ترحيلات رؤوس أموال شطر مناطق وهمية لم تقبل بالنظام؟ أو تحلّ الوساطة المصرفية محل الوساطة المصرفية الأوربية؟ أو يعود جزء حسّي من الأموال الأوربية شطرَ النظام المصرفي للبلد المُصدر مع جميع النتائج التي قد تنجم من جرى هذا على مراقبة عرض العملة وضبط حالات التراكم النقدية؟

إن الشرط الأول لنجاح نظام كهذا هو في تعاون أوسع بين السلطات النقدية. ولا مناص أيضًا من أن تقتنع جميع الحكومات بضرورته. وإن أعظم مراكز السوق الأوربية تبدو حاليًا غير مستعدة لترك الحسنات التي

تقدّمها النشاطات المصرفية الأوربية . ورافضة . بالتالي . لنظام احتياطيات جبرية . وإلى ذلك . ألا يؤثر تطبيق احتياطي جبري في بنية المعدلات أكثر مما يؤثّر في حجم السوق؟ فمن المحتمل ان تؤدي إلى ارتفاع في معدلات الفائدة . وقد تجعل الخلق «النقدي» أقل عائدة دون أن تحدّ منه . أوَلَن يتّجه التأثير نحو النفقة وليس نحو حجم العمليات . نحو أصل الموارد وليس نحو استعمال الايداعات؟ مهما كان الجواب على هذه التساؤلات فهو يبدو ملازمًا لمسألة أعم تتعلّق بتوحيد تنظيمات الايداعات بالعملة الوطنية أيًّا كان المكان الجغرافي للعمليات المرتبطة بها . والجماعة المصرفية ومن ضمنها السلطات النقدية داخلة في حركة علاقات نقدية تتميَّز بغموض أساسي بين الخاص والرسمي وبين الوطني والدُّولي . فالمملوكات الرسمية توظَّف في الأسواق الخاصة . والمملوكات الخاصة تغذّي الاحتياطيات الرسمية . وبحصر المعنى . لا توجد عملة دُولية . هناك فقط استعمال دُولي لعملة وطنية . وهذا يعني أن «مراقبة» السوق الأوربية ملازمة للمراقبات الوطنية . وبمراقبتها للعرض النقدي تربح الحكومات دون ما شك فرصة إضافية لمراقبة العرض النقدي الأوربي .

إن نظام الاحتياطي الجبري – المؤلَّف من صيغ تقنيَّة لا مجال لشرحها هنا – يظهر كمؤمِّن لضبط أفضل للنشاطات المصرفية الأوربية . إلّا أن فعّالية «المراقبة» ترتكز قبل كل شيء على ليونتها ودون ما تجاوز في التنظيمات . أما بالنسبة لخطر «التسرُّبات» نحو مناطق المجاملة فيبقى محدودًا بما أن رؤوس الأموال لا قِبَلَ لها بالاتجاه شطر هذه المناطق دون أن تهدِّد توازنها النقدي الداخلي تهديدًا فعليًا . فهل يستطيع البلد . إن كان صغيرًا . القبول طويلاً بتحرّكات ضخمة لرؤوس الأموال؟ وهل يستطيع،

- إن كان كبيرًا . البقاء خارج إطار التعاون الدُّولي دون ما احترامٍ لالتزامات أساسية؟

ويقول اقتراح آخر قدّمه مراقبون إيطاليون بمراقبة الدفقات الدُّولية لرؤوس الأموال بسياسة سوق مفتوحة دُولية . ويقوم الاقتراح على استيعاب فائضات رؤوس الأموال بإصدار شهادات دين خاصة – وهي نوع من سندات رُوزا تعتمدها السوق الأوربية – قد تخفِّف الضغوط على السيولة الداخلية وتتجنب تضخّم احتياطيات المبادلة . ولقد سبقت هذه التقنية تقنيةٌ مماثلة . وهي تعتمد على تناسق معدلات الفائدة .

ويبدو . في ما يختصّ بسيولة السوق . أن الخطر محدود حتى لو كان تدخل المصارف المركزية موضوعًا كشبكة أمان وليس كحركة دعم مطلقة . وتبقى هنالك من زاوية المسؤوليات مهامّ كثيرة يجب القيام بها . فيجب تحضير اتفاقات تعرِّف أصول تحكيمٍ تسمح بتجنّب منازعات الصلاحية بين السلطات القضائية الوطنية وتوزِّع . في إنصاف . مسؤولية الشركات الأمهات ومسؤولية فروعها وشُعبها في الخارج . وقد تسمح اتفاقات بحلّ منازعات كانت في أساس أزمات حديثة العهد . ومن المفروض توضيح تدابير دعم مناسبة . وإن ضمان مؤن الشركة الأم يجب أن يؤمَّن مسبقًا وأن يكمَّل بترتيبات نهائية بالنسبة لشروط الاكتتابات في رأس مال الفروع الاجنبيّة .

وفي ما يتعلّق بالتغيير المصرفي الأوربي . يبدو الخطر محدودًا أكثر منه في الأنظمة المصرفية الوطنية . فتحويل مصارف مدينة لندن . في صيف ١٩٧٦ . لايداعات لثلاث سنوات إلى ديون لثلاث سنوات بلغ ٢٢ مليار دولار . وقد يبدو هذا الرقم مهمًّا . ولكنه لا يمثّل فعلاً سوى ١٣٪ من

سوق لندن. أضف إلى ذلك أن زبن السوق الأوربية منتشرون في العالم مما يقلّل من إمكانية إجراء سحوبات معجّلة في الوقت نفسه.

إن فقدان مقرض آخر المطاف يعرّض المصارف عادة إلى مشكلة إعادة تمويل. وفي هذا المجال. تلعب السوق البيمصرفية تجاه المصارف الأوربية دورًا مماثلاً لدور مؤسسة الإصدار تجاه المصارف الوطنية. وإذا كانت المصارف الأوربية ملتزمة بعملات غير عملتها الوطنية فان تمويلها من جديد لدى المصرف المركزي لا يمكن أن يتمّ على وجه مطلق. مع ذلك. وإذا افترضنا أن مصرفًا خاصًّا استطاع التموّل من جديد لدى مصرفه المركزي. فعلى الصعيد الجماعي ليس أكيدًا أن احتياطيات مبادلة السلطات النقدية كافية لتغطية خطر خزينة عام. ويحَدُّ خطر التغيير أو السيولة. بمعنى الاقتصاد الجزئي. بامكانية اللجوء إلى السوق البيمصرفية. أما بمعنى الاقتصاد الجَمْعيّ. فيُشكّ في امكانية وضع المصارف بالنقود مداواةَ «توقيفٍ» محتمل للسوق البيمصرفية.

إن مراقبة السوق الأوربية تمرّ قبل كل شيء بمراقبة التحقيق في النشاطات المصرفية الأوربية. وبابلاغ الوثائق الحسابية والاحصائيات المفيدة لهذا الغرض.

وتجاه المخاطر الثلاثة المرتقبة. يبدو **خطر المطلوب** محدودًا بسبب تموّن السوق الدائم. أما **خطر المطلوب – المملوك**. أي تطابق التوظيفات والموارد لأجَل. فلا يجوز التوسّع فيه بسبب حجم السوق وبنية العرض والطلب. يبقى **خطر المملوك** وهو الأهم على ما يبدو.

وبخلاف الأنظمة المصرفية الوطنية حيث تُضمن الديون عادة. تبقى أغلب الديون بالنقود الأوربية دون ما ضمان. وتجاه المنافسة الحادة. لم

تستطع المصارف دائمًا تقدير يُسر بعض المستلِفين تقديرًا وافيًا. وتبقى قضية تعريف بعض التدابير واردة في بعض الأحوال. والمقصود بهذه التدابير حماية سلفات المدينين المشكوك في يُسرهم وهي تتلاءم وبنود فاسخة ترمي إلى تأمين الاستحقاق الفوري للسلفة في حال النكث بالالتزامات. وفترتنا الحالية هي فترة ديون ضخمة سابقة سيحين موعد استحقاقها. والمحتمل. لا بل القريب. أن أزمة في الدين الدُّولي باتت غير مستبعَدة. إن الميل نحو تعظيم النسبة بين الدين العام الخارجي وايرادات الصادرات المحسوسة قد يؤدي – وقد أدّى فعلاً – إلى فرض بعض حكومات بلدان العالم الثالث لفوائد على التأخير وربح تأجيل في الاستحقاق. وإلى إرجاء الاستهلاكات والاستلاف من جديد لايفاء القروض السابقة. تُفرض إذن. بالنسبة لبنية استعمال الدين. معرفةُ افضل لخطر «سلطة الدولة». ويجازف التوازن المالي الدُّولي. إذ قد يصبح مهدَّدًا إذا لم تُصبَّ الجهود اللازمة في اتجاهِ جعلِ سوق النقود الأوربية أكثر طواعية. وعلى هذه الجهود ألّا تتّجه ضد التطوّر الضروري لديون البلدان التي هي في طور التنمية وضد تحسين شروط تمويل هذه البلدان. ولا حاجة لنا إلى القول بأن الحصول على أفضل ضبط ممكن يجب أن يتمّ بطريقة لا تزيد فيها السيئات على الحسنات. وبأن الإمكانيات الجديدة التي قد تنتج عن «حريةٍ مراقَبةٍ» في المقدور الإستفادة منها وتغطيتها من المخاطر غير المراقبة في الوقت نفسه. ومن شأن تكثيف المراقبة إنكار الحسنات التي قدّمتها السوق الأوربية والمجازفة بتحقيق ضبط مناسب. أخيرًا. لا يسعنا التشديد على الطبيعة الوقتية لتمويلٍ في حالات عجز بالحساب الجاري يكون أغلبه مصرفيًا. فتسهيلات الاستدانة غالبًا ما تؤدي إلى التصالح. وهي تسمح بتطبيق تدابير إصلاحية أساسية. أوَليس

من الأفضل بالنسبة لبعض الدول . التوجّه مباشرةً إلى المصارف بدل الارتباط سياسيًّا بتمنّي المساعدات الرسمية ؟ وتسهِّل السوق الأوربية . بعدم إخضاعها الحصولَ على قروض مصرفية لملاحقة سياسات التسوية – وهذا من حقِّها – سيرورة التسوية الدُّولية دون أن تحسِّنها تحسينًا مستديمًا . أفلا تكون السوق الأوربية قد عُدَّت مذنبةً . إلى حدّ ما . بالعمل الجيّد الذي قامت به؟

والسوق الأوربية . بالرغم من خدماتها الكثيرة . لن تستطيع أن تحلّ محلّ سوق أوربية لرؤوس الأموال . فهي تنطوي فعلاً على سيرورة تطاول على الأسواق الوطنية في حين أن سوقًا أوربية حقيقية لرؤوس الأموال قد تكون نتيجة تناسقٍ كونفدرالي ضروري وتفتحٍ واعٍ لمختلف الأسواق الوطنية في أوربا (١) .

إن السوق الأوربية . بفضل حرية العمليات التي تقوم بها . استطاعت تجميد حجمٍ ضخمٍ من رؤوس الأموال أدَّى توزيعه على الصعيد العالمي إلى استفادة جميع البلدان منه . إلا أن الحرية لا تطبَّق مطلقًا إذا لم يطبّق نقيضها . فالمخاطر المتزايدة تستدعي مراقبات فعّالة . وإن الحجم الضخم لرؤوس الأموال الذي أنشىء والحركيَّة التي أمَّنتها له سوق النقود الأوربية يوضحان :

١) أهميةَ سياسات التوازن الوطنية المرتكزة على تقدير ملائم لأصول السياسة الاقتصادية .

(١) مراجعة : أسواق رؤوس الأموال . هل هي في خدمة أوربا؟ . يوميات دراسات بيشنبرغ . **التوفير الأوربي** . آب ١٩٧٧ .

٢) وضرورةَ وجود تركيز فعليّ على الصعيد الدُّولي .

إن تحرّكات رؤوس الأموال المضطَربة ليست سوى بديل عند فقدان تنسيق حقيقي . و بمقدور السوق الأوربية تقديم إسهامها من أجل توافق الاقتصاديات . ولذلك . لا تبدو التظيمات المقيِّدة والمتصلِّبة أو التطوّرات التلقائية لتحديد المسؤوليات مرغوبًا فيها على الاطلاق . فالواقعية والذرائعية تقضيان بتوزيعٍ منصفٍ للمسؤوليات الوطنية . وإن تعريف موقفٍ مشتركٍ بين أهم البلدان المعنيَّة من شأنه تحقيقَ شروط ضبطٍ فضلى لسوق رؤوس الأموال الدُّولية . وذلك في جوٍّ من المنافسة والفعّالية والحرية .

فهرس

صفحة

صدر حتى الآن

في مجموعة «ماذا أعرف» ؟ العربية

١ نشأة البشرية
٢ كتاب فرنسة اليوم
٣ اصول الحياة
٤ المدنيات القديمة في الشرق الادنى
٥ دماغ الانسان
٦ الشخصانية
٧ الاعلام
٨ الفلسفة الفرنسية
٩ الكون
١٠ السيبرنتية
١١ العلاقات الانسانية
١٢ اللغة والفكر
١٣ الارادة
١٤ الماركسية
١٥ مصر القديمة
١٦ النمو الاقتصادي
١٧ التحليل النفسي
١٨ الاسلام
١٩ علم الاجتماع السياسي
٢٠ النفط
٢١ علم نفس الولد
٢٢ تاريخ الصحافة
٢٣ الوراثة الانسانية
٢٤ من الذرة الى النجم
٢٥ الديانات
٢٦ الموسيقى العربية
٢٧ الذاكرة
٢٨ علم المصريات
٢٩ الذكاء
٣٠ الرأسمالية
٣١ الفلسفة الوسيطية ...
٣٢ الاشتراكية
٣٣ الشمس والارض
٣٤ المناهج في علم النفس
٣٥ الفلسفة القديمة
٣٦ البوذية
٣٧ فلسفات الهند
٣٨ سوسيولوجية الثورات
٣٩ العقل
٤٠ الخيلة
٤١ فيزيولوجية الوجدان
٤٢ كانط والكانطية
٤٣ الظاهرتية
٤٤ اللاوعي
٤٥ الولايات الأوربية
٤٦ الديغولية
٤٧ البيولوجية الانسانية

المطبعة البولسية — جونية ١٩٧٨

La présente série de la Collection « Que Sais-je » a été réalisée grâce à l'appui des Sociétés suivantes :

AIR FRANCE

COMPAGNIE FRANÇAISE DES PÉTROLES

BANQUE NATIONALE DE PARIS

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

ENTREPRISE DUMEZ

UNION DES BANQUES ARABES ET FRANÇAISES

et avec l'aide du

DÉPARTEMENT DES RELATIONS CULTURELLES

•

أسهمت في نشر هذه السلسلة من مجموعة « مـــاذا أعرف » الشركات التالية :

شركة الطيران الفرنسية

شركة الزيوت الفرنسية

مصرف باريس الوطني

الشركة العامة

شركة دوميز

إتحاد المصارف العربية والفرنسية

وبمساعدة وزارة العلاقات الثقافية




Bibliotheca Alexandrina